

**Dipartimento di Banche e Intermediari Finanziari**

**Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari**

**I FONDI DI *TURNAROUND*:  
CONTRIBUTO NORMATIVO ED  
ECONOMICO ALLA GESTIONE DEI  
CREDITI DETERIORATI**

RELATRICE:

Chiar.ma Prof.ssa  
**Mirella Pellegrini**

CANDIDATA:

**Elena Pedone**  
Matr. 685191

CORRELATRICE:

Chiar.ma Prof.ssa  
**Paola Lucantoni**

ANNO ACCADEMICO 2017/2018



*Ai miei nonni,  
Laura e Franco*

*“Senza crisi non ci sono sfide, senza sfide la vita è una routine, una lenta agonia.*

*[...]*

*L'unico pericolo della crisi è la tragedia che può conseguire al non voler lottare per superarla”.*

***Albert Einstein***



## **Ringraziamenti**

*Ringrazio la mia relatrice, professoressa Mirella Pellegrini, per la pazienza e i consigli offertimi come veri e propri insegnamenti di vita e per avermi trasmesso il chiaro messaggio per cui seguire le regole e le norme serve ad orientarsi in ogni ambito, anche laddove un obiettivo può non essere definito, nel rispetto dell'operatività altrui.*

*Ringrazio, inoltre, la fondamentale guida del professor Valerio Lemma, il quale, con la sua disponibilità, si è reso fonte di ispirazione per la presente tesi.*

*Ringrazio la mia Università per avermi guidata e stimolata nelle scelte di ogni giorno.*

*Ringrazio, infine, la mia famiglia che mi ha permesso di giungere a tale traguardo di vita.*



# Indice

<b>INTRODUZIONE</b> .....	9
---------------------------	---

## **CAPITOLO PRIMO**

### **LA NORMATIVA IN MATERIA DI ORGANISMO DI INVESTIMENTO COLLETTIVO DEL RISPARMIO (OICR) NELL'ERA DEI *NON-PERFORMING LOANS***

1. Evoluzione storica della disciplina della gestione collettiva del risparmio: dalle Direttive europee alla normativa italiana .....	21
1.1 La definizione di OICR e l'influenza angloamericana .....	21
1.2 La disciplina italiana precedente all'armonizzazione europea .....	27
1.3 Il processo di armonizzazione minima europea e relativi recepimenti .....	28
1.3.1 Breve digressione sulla figura del depositario quale importante presidio di vigilanza .....	32
1.4 La normativa europea dalla UCITS III in avanti e relativi recepimenti .....	34
1.4.1 La direttiva AIFM e le influenze bilaterali con la normativa UCITS IV e UCITS V .....	35
2. Identificazione e definizione delle differenti fattispecie di OICR .....	44
2.1 L'attività di gestione collettiva del risparmio e la 'platea degli investitori' .....	47
2.2 Il patrimonio da gestire e la politica di investimento predeterminata (cenni e rinvio) .....	55
3. Ontologia del FIA di <i>Turnaround</i> : prime conclusioni e rinvio .....	59

## **CAPITOLO SECONDO**

### **GLI OICR DI CREDITO: DISPOSIZIONI ONTOLOGICHE IN MATERIA DI *TURNAROUND FUND* SOTTO LA LENTE DELLA DIRETTIVA AIFM ('*ALTERNATIVE INVESTMENT FUND MANAGERS DIRECTIVE*') E RELATIVI RECEPIMENTI**

1. La disciplina AIFMD e relativi recepimenti nazionali ed integrazioni sovranazionali .....	63
1.1 <i>Impact Assessment</i> delle Autorità europee e nazionali .....	64
1.2 Il recepimento nel TUF e i Decreti di attuazione .....	70
2. Ubicazione del FIA di <i>Turnaround</i> all'interno della questione "crediti" .....	73
2.1 Il credito come oggetto di investimento degli OICR: le nuove forme di sostegno ed erogazione .....	74
2.2 Ubicazione del FIA di <i>Turnaround</i> nel settore degli OICR di credito .....	85



2.3 La costituzione di un FIA di <i>Turnaround</i> : cenni e rinvio allo Statuto .....	87
2.4 Ulteriori previsioni normative: commercializzazione, obblighi informativi e modalità di partecipazione .....	92
2.5 L'eterogestione del FIA di <i>Turnaround</i> : un presidio per il principio di "segregation of duties" .....	99
2.6 Il depositario .....	102
3. Conclusioni: <i>wrap-up</i> dell'ontologia propria del FIA di <i>Turnaround</i> .....	105

## **CAPITOLO TERZO**

### **OGGETTO E POLITICA DI INVESTIMENTO: LE DISPOSIZIONI DELLO STATUTO DEL FIA DI *TURNAROUND***

1. Oggetto di Investimento del FIA di <i>Turnaround</i> : aspetti economici .....	107
2. Politica di Investimento del FIA di <i>Turnaround</i> : aspetti economici .....	118
2.1 Premessa .....	118
2.2 Il <i>Turnaround</i> : etimologia del termine e struttura dell'operazione di finanza straordinaria .....	120
2.2.1 Modelli di finanza aziendale a supporto della scelta dei settori oggetto di investimento .....	126
2.3 Esecuzione del Piano di Risanamento predisposto nel <i>Business Plan</i> .....	129
2.4 Dati dal mercato dei crediti deteriorati e del <i>Turnaround</i> : metodologia per le scelte di investimento .....	131
3. Oggetto e Politica di Investimento del FIA di <i>Turnaround</i> sotto il profilo giuridico .....	140
4. La stipula dell'accordo con il depositario e con il gestore esterno .....	144
5. Obblighi normativi per la gestione dei conflitti d'interesse: cenni .....	146
6. Processo di disinvestimento e durata del FIA di <i>Turnaround</i> .....	149
7. Altre previsioni da Statuto: brevi curiosità .....	153
<b>CONCLUSIONI</b> .....	155
<b>BIBLIOGRAFIA &amp; SITOGRAFIA</b> .....	160

## Introduzione

Il forte indebitamento privato<sup>1</sup> e lo ‘scellerato’ sviluppo di strumenti ibridi e derivati propri dell’innovazione finanziaria priva di regolamentazione<sup>2</sup> hanno dato principio, negli anni 2007/2008, alla recente crisi finanziaria la quale si è riversata in ultima istanza sull’economia reale.

La suddetta crisi ha avuto, inoltre, un notevole impatto non solo dal punto di vista squisitamente normativo, ma anche e soprattutto sul piano dell’assetto regolamentare di Supervisione europea in cui le Autorità di Vigilanza hanno manifestato una maggiore attenzione al rischio sistemico e ad una più ampia visione del mercato.

A tal proposito, siamo stati spettatori di una vera e propria riorganizzazione dell’assetto di Supervisione europea e alla rivalutazione del processo di gestione delle crisi bancarie<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> “[...] innanzitutto il fatto che nel decennio precedente la crisi, i redditi da lavoro erano fortemente diminuiti rispetto ai redditi da capitale, innescando così la necessità di ricorrere all’indebitamento (anche eccessivo) per poter mantenere il livello di consumo e di attività. In secondo luogo vi era la politica governativa volta a favorire l’accesso alla proprietà privata immobiliare da parte anche degli strati più modesti della popolazione. E infine vi erano gli effetti dell’incremento dei prezzi delle materie prime che implicavano una caduta del potere d’acquisto delle famiglie, che di conseguenza si ritrovavano nell’impossibilità di rimborsare i prestiti. In quel momento i mercati si erano resi conto dei rischi presi nel corso degli anni, con la creazione della “bolla immobiliare”. Così definisce la prima fase della crisi GENTILUCCI, E. (2017).

<sup>2</sup> Si è sostanziata, cioè, in “capitali che si muovono "virtualmente" attraverso le reti informatiche con ritmi frenetici alla disperata e incessante ricerca di vincite speculative”, come affermato da PALAZZI, P. (2010).

<sup>3</sup> Il Governatore della Banca d’Italia cita in proposito l’episodio delle “Quattro banche” in occasione della *lectio magistralis* tenuta a Tor Vergata nel 2018. Nella seguente affermazione si racchiude il riferimento alla “riforma” del sistema bancario in termini di crisi e vigilanza:” Nel novembre del 2015 (pochi giorni dopo il recepimento della BRRD in Italia, ma prima dell’entrata in vigore del *bail-in*) sono state sottoposte a risoluzione quattro banche locali, che detenevano nel complesso l’uno per cento dei depositi del sistema bancario, applicando il *burden sharing* e con il supporto del Fondo di risoluzione nazionale. Al termine di una lunga e complessa interlocuzione che ha coinvolto la Commissione europea (in particolare la Direzione generale per la concorrenza), la Banca centrale europea (BCE), organo decisionale dell’SSM (in particolare il Consiglio di Vigilanza, *Supervisory Board*), l’SRM (in particolare il *Single Resolution Board*, SRB) e il MEF, le quattro banche sono state vendute (a un prezzo negativo e liberate delle sofferenze) a due banche medio-grandi, cosiddette “significative” nell’ambito della vigilanza unica”.

Il legislatore ha, dunque, colto l'opportunità offertagli da tale crisi di tracciare un'identificazione più chiara e completa circa alcuni strumenti e operatori del mercato finanziario fino ad allora trascurati o parzialmente regolamentati, ma che nel nuovo contesto acquisiscono una maggiore importanza operativa.

E' tipico dell'approccio legislativo normare, nei termini del Diritto, fatti e soggetti economico-finanziari nel momento in cui essi si manifestano in termini di potenziale (legiferare *ex ante*) o di effettivo (legiferare *ex post*) rischio sistemico a danno dell'economia finanziaria e specialmente reale, impattando, infine, sulla fiducia della società nel sistema economico e finanziario.

Come più volte evidenziato dagli studiosi di una delle maggiori crisi finanziarie<sup>4</sup>, essa si è caratterizzata per il notevole impatto sull'economia reale, sfatando il mito della finanza come sfera del mercato lontana dalla realtà economica tangibile, tanto distante, apparentemente, da non potersene curare con i propri affari, come fosse un mercato parallelo senza ponti con l'economia reale<sup>5</sup>.

Tuttavia, il legislatore nazionale ed europeo è sempre stato conscio dell'effettiva esistenza di rapporto biunivoco tra i due mercati suddetti, non solo in termini ontologici, ma anche e soprattutto in termini di fattuale influenza reciproca delle due realtà di mercato, tentando di far godere il mercato europeo di una solida base comune

---

<sup>4</sup> Cfr. "FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS - Brussels, 15 February 2001 - THE COMMITTEE OF WISE MEN, Chairman: Alexandre LAMFALUSSY, Cornelius HERKSTRÖTER, Luis Angel ROJO, Bengt RYDEN, Luigi SPAVENTA, Norbert WALTER, Nigel WICKS, Rapporteur: David WRIGHT, Secretariat: Pierre DELSAUX, 2009" e "THE HIGH-LEVEL GROUP OF FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU – report, J. DE LA ROSIERE – L. Balcerowicz, O. Issing, R. Maserà, C. Mc Carthy, L. Nyberg, J. Pérez, O. Ruding, 2009", da cui sono stati prodotti tutti i contributi normativi dalle Autorità competenti locali. ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf))

<sup>5</sup> "Il problema chiave è che, se è vero che la speculazione finanziaria è un gioco a somma zero per i contendenti, è però altrettanto vero che investe, quasi sempre con effetti negativi, il sistema economico mondiale nel suo complesso. La ragione sta nel fatto che oggetto di speculazione sono titoli di credito, azioni e merci che alle loro spalle hanno reali processi produttivi, pubblici nel caso di titoli di debito pubblico e privati nel caso di merci, azioni e obbligazioni private. Gli speculatori hanno la possibilità e capacità di spostare una gran massa di capitali che in molti casi autoalimentano, accelerano o nel peggiore dei casi creano aspettative di difficoltà di stati o imprese", come asserito da PALAZZI, P. (2010).

ed armonizzata di regolamentazione economico-finanziaria nel rispetto, al contempo, delle peculiarità dei singoli Stati membri e degli ‘Obiettivi di Vigilanza’<sup>6</sup>.

Solitamente, essendo il mercato economico – e ancor più quello finanziario – “multiforme” (o, alternativamente, “multicomparto”) e dinamico, lo stesso offre l’opportunità ai soggetti finanziari di sfruttare le aree di operatività non regolamentate, prive, cioè, di vincoli normativi.

A tal proposito, il mercato economico-finanziario, manifestatasi una causa ostativa della propria operatività, è, nella perpetua dinamicità operativa per cui si contraddistingue da altri mercati, esso stesso risolutore, proponendo nuove attività in seno a nuovi intermediari finanziari.

Tuttavia, le attività che molti intermediari finanziari svolgevano, antecedentemente alla crisi, non erano regolate (o parzialmente e poco chiaramente disciplinate), tra cui la speculazione sul mercato dei mutui immobiliari mediante la creazione di complessi strumenti derivati<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Difatti, l’art. 5 del TUF, rubricato “Finalità e destinatari della vigilanza”, recita quanto segue: “1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la *salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*; b) la *tutela degli investitori*; c) la *stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario*; d) la *competitività del sistema finanziario*; e) l’*osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*. 2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d’Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari. 3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. 4. La Banca d’Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull’osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3. 5. La Banca d’Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell’esercizio dell’attività di vigilanza. 5-bis. La Banca d’Italia e la Consob, al fine di coordinare l’esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulano un protocollo d’intesa, avente ad oggetto: a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3; b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell’esercizio dell’attività di vigilanza. 5-ter. Il protocollo d’intesa di cui al comma 5-bis è reso pubblico dalla Banca d’Italia e dalla Consob con le modalità da esse stabilite”.

<sup>7</sup> Inoltre, non vi erano troppi impatti sul Bilancio d’esercizio degli intermediari dal momento che la voce di conto dei derivati non aveva una prassi consolidata a livello di applicazione dei principi contabili internazionali (come invece è accaduto *post* crisi).

Conseguenza della crisi è stata l'onerosa questione, delineatasi poco tempo dopo lo scoppio della bolla immobiliare, del *credit crunch*<sup>8</sup> per la cui risoluzione l'operatività finanziaria ha sviluppato ulteriori mercati del credito (tra cui quello dei crediti deteriorati di maggiore interesse per la presente indagine) tramite l'offerta di nuovi prodotti e servizi da parte di nuovi soggetti finanziari, specialmente a fronte di una digitalizzazione finanziaria che in Inghilterra si definirebbe “*disruptive*”<sup>9</sup>.

Si pensi, in tale contesto, alla diffusione di piattaforme di *peer-to-peer lending*<sup>10</sup>, alla possibilità di concedere “prestiti” da parte di operatori non finanziari come Apple<sup>11</sup>,

---

<sup>8</sup> “Vuol dire ‘stretta creditizia’, e può emergere dagli spontanei andamenti dell'economia o essere provocata dalle autorità monetarie. Si ha il primo caso quando le banche sono preoccupate della solvibilità di coloro a cui prestano i soldi e quindi tirano i remi in barca, concedendo prestiti a condizioni più rigide: aumentando i tassi o chiedendo più garanzie. Si ha la stretta pilotata dalle Banche centrali quando sono queste che inducono le banche a fare meno prestiti, e questo pesante invito può assumere varie forme: alzando i tassi di interesse, o aumentando la riserva obbligatoria (la percentuale dei depositi che non è disponibile per i prestiti ma che deve essere mantenuta presso la Banca centrale, o attraverso strumenti ormai dimenticati come il ‘massimale’ sui crediti (la percentuale massima di cui una banca può aumentare i crediti rispetto all'anno prima). Nel 2007-2008 si è parlato molto di *credit crunch*, ma si trattava di una stretta del primo tipo: le banche stesse hanno irrigidito gli standard di prestito perché erano preoccupate del loro capitale, che veniva eroso dalle minusvalenze dovute alla crisi dei mutui”.

Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=dfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

<sup>9</sup> Spesso tradotto con “dirompente” (<https://www.performancemanagementreview.org/d-qual-e-il-significato-di-disruptive-innovation/>).

<sup>10</sup> “L'avvento di Internet ha rivoluzionato le attività finanziarie tradizionalmente riservate ai soli istituti bancari modificando le relazioni interne alla banca (*back-to-front*) e permettendo ai clienti di entrare direttamente a far parte dell'attività aziendale fino ad arrivare a modelli di business sempre più indipendenti dai canali tradizionali di finanziamento. Le dinamiche relazionali sono alla base di questo fenomeno che permette ad utenti privati e aziende di sostituirsi alle banche. L'idea di “disintermediare” i prestiti personali è stata sviluppata per la prima volta in Inghilterra dal sito web Zopa, che dal 2005 ad oggi ha erogato 800 milioni di dollari in prestiti senza ricorrere al credito delle banche. Il *P2P lending* è un prestito tra privati, un prestito personale erogato da privati ad altri privati attraverso siti di imprese od enti di *social lending*, senza passare attraverso i canali tradizionali rappresentati dagli intermediari finanziari autorizzati ai sensi dell'art. 106 del Testo Unico Bancario, il Decreto Legislativo n° 385 del 1993 (banche, società finanziarie, ecc.)”. Cfr. (<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>)

<sup>11</sup> “Apple Pay provides an easy and secure way to pay in your iOS apps, watch OS apps, and websites on Safari. And now, non-profits can accept donations within their apps and websites with Apple Pay. By using Face ID, Touch ID or double-clicking Apple Watch, users can quickly and securely provide their payment, shipping, and contact information to check out”. Cfr. (<https://developer.apple.com/apple-pay/>)

Amazon e altre piattaforme social e di *e-commerce*<sup>12</sup>, alla nuova frontiera del *fintech*<sup>13</sup>. Il legislatore si trova, quindi, di fronte ad un'imponente sfida dovuta all'accelerazione dello sviluppo del mercato, specialmente in sede di regolamentazione del c.d. "*shadow banking*"<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> "Le cosiddette "*Big Techs*", come Amazon, Google, Apple, Facebook e Alibaba, rappresentano una "grande minaccia per le banche per i loro vantaggi competitivi": usano piattaforme, come Amazon, che hanno informazioni in tempo reale su prodotti, vendite e soddisfazioni del cliente, ma anche dati personali, che consentono di valutare il loro rischio di credito, e a questo aggiungono anche una grande liquidità accumulata con attività, vicina in alcuni casi a un trilione. Così il vice direttore generale della Banca d'Italia, Fabio Panetta, in un intervento su Fintech e banche ad Harvard nel quale ha spiegato che, sul fronte dei Cyber Risk, anche Bankitalia si è dotata di una struttura. "La tecnologia - dice - sta buttando giù barriere per entrare nel credito e nel mercato dei servizi finanziari e i player meno efficienti potrebbero non essere in grado di sopravvivere all'aumento della competizione. Mi aspetto che le strutture del mercato finanziario e bancario in 10 anni saranno davvero diverse da quelle attuali e gli operatori non bancari probabilmente giocheranno un ruolo molto più grande". Panetta ha evidenziato come "le innovazioni tecnologiche siano uno strumento eccezionale per avanzare nel progresso" perchè "l'adozione di tecnologie digitali e il maggior uso dell'enorme volume di dati potrebbero consentire a banche e intermediari di ridurre costi e migliorare la qualità dei loro servizi, con ampi vantaggi anche per consumatori, società e intere economie". Cfr. ([http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs\\_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html](http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html))

<sup>13</sup> "Dai sistemi di pagamento all'erogazione del credito. La sfida del *fintech* al mondo bancario tradizionale è ormai inarrestabile e si spinge sempre più in là. Il mondo dei prestiti a imprese e famiglie avrà presto dei nuovi operatori, altamente tecnologici e concorrenziali dal punto di vista dei costi. Non saranno dei meri comparatori di mutui, molto presenti oggi sul web, ma entreranno nel business dell'erogazione dei prestiti. Gli Stati Uniti sono stati pionieri in questo settore. Il *fintech* americano ha oggi in mano, secondo i dati della Fed di New York, l'8% del mercato dei mutui Usa. Il fenomeno dei prestiti offerti dagli operatori *fintech* si sta sviluppando rapidamente anche in Europa. In Svezia, ad esempio, ci sono realtà come Enkla che, come scrive l'agenzia Bloomberg, stanno destabilizzando il mercato". Cfr. (<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-05-11/1-inarrestabile-sfida-fintech-mondo-bancario-tradizionale-212431.shtml?uuid=AEztsKmE>)

<sup>14</sup> La crisi finanziaria del 2007-2008 ha determinato, in primo luogo, una presa di coscienza a livello mondiale dei cambiamenti intervenuti negli anni nella struttura dei sistemi finanziari e, in secondo luogo, un ripensamento sia dell'assetto regolamentare generale del sistema finanziario, sia della stessa politica macroprudenziale. In questo contesto un ruolo importante lo ha svolto il c.d. Sistema bancario ombra (*Shadow Banking System*), ossia quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione. In particolare tale attività è stata svolta mediante la raccolta di fondi in forme diverse da quella delle operazioni di deposito e, quindi, non sottoposte alle restrizioni ed ai limiti imposti dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria (tra cui i requisiti patrimoniali di garanzia richiesti dagli accordi di Basilea). L'espansione di questo sistema è dovuta in larga parte alla decisione, assunta da diverse banche negli anni precedenti alla crisi (anche grazie all'utilizzo di nuove tecnologie informatiche e alla scoperta di nuovi strumenti di matematica finanziaria), di "esternalizzare" alcune attività caratterizzate, oltre che da elevati margini di guadagno, da un forte profilo di rischio da una rilevante trasformazione delle scadenze e della liquidità e da una elevata leva finanziaria (anche tramite l'utilizzo di strumenti derivati). Tali operazioni di 'esternalizzazione', ad esempio, furono realizzate tramite l'utilizzo di società veicolo (*Structured investment vehicle* – SIV e *Conduit*) che esibivano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo

Il mercato di riferimento della presente indagine è specificatamente il settore finanziario del risparmio raccolto presso la collettività di risparmiatori ed investito mediante la costituzione di un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), spesso considerato all'interno del sistema bancario 'ombra' (o, per usare il lessico di DE LAROSIÈRE, J. (2009) sistema bancario 'parallelo', di cui si discuterà in seguito).

Si considererà, inoltre, lo specifico ambito economico degli operatori finanziari che si occupano di *Private Equity*<sup>15</sup>: lo scopo della presente indagine, difatti, è delineare gli aspetti ontologici e sul piano giuridico e sul piano economico di un particolare OICR che si occupa di ristrutturazione d'impresa, per cui si richiede l'intervento della particolare operazione di *Private Equity* denominata "Turnaround".

A taluni operatori finanziari la recente crisi economica ha offerto l'opportunità di espandere il proprio business grazie alla sempre più ricorrente necessità di risanamento di imprese in declino e, al contempo, di offrire ai risparmiatori un'alternativa di investimento<sup>16</sup>, nonostante, in Italia, "la detenzione di strumenti finanziari rischiosi e

---

titoli a breve termine (le cosiddette *Asset backed commercial paper* – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse".

Cfr. (<http://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra>)

<sup>15</sup> Per chiarezza, "il *private equity* è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high grow companies*) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. L'attività di *private equity* non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguarda anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale; fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Lo stesso investitore istituzionale può essere una figura di prestigio dell'ambiente finanziario, comportando notorietà per l'azienda stessa e facendo sì che il mercato stesso manifesti fiducia nella società al momento della sua quotazione. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi. Il disinvestimento può avvenire: con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata, con la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale, con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario, con la vendita a nuovi e vecchi soci. Quando l'investitore istituzionale entra in una società *high growth* durante la fase di *start up* si parla di "*venture capital*".

Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Private%20Equity>

<sup>16</sup> Con un'economia in ripresa i flussi di risparmio potranno riprendere con maggior vigore. Gli intermediari e i gestori, laddove necessario anche con il supporto dei *policy maker*, dovranno farsi trovare



poco trasparenti e l'esposizione nei confronti di grandi istituzioni finanziarie rivelatesi insolventi sono risultate molto limitate" per gli investitori istituzionali, come affermato da CAROSIO, G. (2009)<sup>17</sup>.

Il *focus* di tale indagine verterà, pertanto, sulla tipologia di OICR che meglio potrebbe adattarsi all'operatività in ambito di acquisizione di crediti in sofferenza e di *restructuring* dei relativi debitori in crisi o in stato di insolvenza, trasformando la natura del credito in titolo rappresentativo di capitale di rischio: si spiegheranno, a tal proposito, le ragioni per cui si predilige la forma di Fondo di Investimento Alternativo (FIA) di *Turnaround*.

Alcuni numeri ci permetteranno, a tal proposito, di ubicare meglio tale argomento e di motivare le scelte di operatività da parte del FIA di *Turnaround*, oggetto di indagine del presente lavoro, nei diversi settori dell'economia italiana rappresentativi delle controparti dei crediti in sofferenza del sistema bancario locale.

I dati del mercato<sup>18</sup> degli operatori di *Private Equity*, *Venture Capital* e *Private Debt* pubblicati dall'AIFI (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale

---

preparati affinché tale preziosa risorsa possa trovare soluzioni di tutela e di gestione adeguate alla nuova realtà dei mercati finanziari, a servizio delle famiglie, delle imprese e in ultima analisi a beneficio della nostra economia. A tale proposito e per quanto riguarda specificamente l'industria dell'*asset management*, nei mesi a venire i gestori si troveranno di fronte importanti sfide che vanno ad aggiungersi a quelle di ordine congiunturale. Il primo insieme di sfide è la diretta conseguenza dei cambiamenti sempre più profondi dell'assetto regolamentare. [...] Strettamente connessa al tema della competitività tra sistemi paese, il recente riconoscimento della parità del regime fiscale tra fondi italiani ed esteri costituirà una concreta occasione di rilancio dei prodotti gestiti nel nostro Paese. Con l'obiettivo di riportare competenze, occupazione e sviluppo sulla piazza finanziaria italiana e scongiurare il rischio che il nostro mercato si riduca a mero punto di distribuzione di prodotti e soluzioni "fabbricate" altrove. Da ultimo si intende qui richiamare la cruciale sfida di carattere culturale e comportamentale dell'allungamento della durata degli investimenti: orizzonti troppo corti e scarso peso dei prodotti finanziari a lungo termine nel portafoglio delle famiglie rispetto alle altre economie avanzate rappresentano una importante occasione mancata di valorizzazione del risparmio" SINISCALCO, D. (2011).

<sup>17</sup> Tale asserzione è stata pronunciata in occasione dell'Assemblea Nazionale ASSOGESTIONI del 2009 in tema di "settore del risparmio gestito: interventi di *policy* per il dopo crisi", con *focus* particolare su "Fondi Comuni e Crisi di mercato".

<sup>18</sup> Il *database* di riferimento è lo "*European Data Cooperative*", il quale raccoglie le informazioni circa tutte le operazioni di investimento in *equity* e quasi *equity* (in quest'ultimo caso perlopiù in obbligazioni convertibili), supportando da più di un anno il complesso delle Associazioni di categorie esistenti a livello del singolo Stato nell'Unione Europea (per adesso, è compreso anche il Regno Unito). Cfr. <https://www.investeurope.eu/research/about-research/european-data-cooperative/>



di Rischio) sono eloquenti nell'asserire quanto codesto mercato sia in espansione a livello di volumi di investimento nel 2017 rispetto agli anni precedenti, in linea con i *trend* dei processi di risanamento richiesti a supporto dell'economia reale, specialmente a seguito dello scoppio della crisi degli *NPLs* e dell'urgenza di una loro efficiente gestione.

Difatti, si fa riferimento alla relazione annuale dell'AIFI del 2017, concernente “il Mercato Italiano del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt*”, nella quale l'Associazione evidenzia che nel contesto di analisi vi sono due tipologie di operatori di codesto mercato: la prima categoria comprende gli operatori sia italiani sia esteri che investono nel mercato locale, mentre della seconda appartengono gli operatori esclusivamente locali che investono in aziende all'estero.

La presente trattazione prenderà avvio, nel Capitolo Primo, con un'analisi della normativa di riferimento in materia di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) in corso di armonizzazione per principi, offrendo il c.d. *level playing field* anche a codesto ambito (si fa riferimento alle Direttive UCITS, alla Direttiva AIFM e ai relativi recepimenti).

Tale analisi sarà prodromica all'ubicazione nel contesto giuridico del FIA oggetto di tesi, giustificando le scelte ontologiche proposte sia in termini disciplinari sia in termini economici.

Nel Capitolo Secondo si indagheranno le disposizioni chiave di riferimento a livello europeo e a livello locale in termini di normativa primaria e secondaria / tecnica in materia di fondi di investimento alternativi: lo scopo è quello di identificare la tipologia di OICR che maggiormente riflette, come dianzi asserito, la dinamicità operativa di un soggetto finanziario che opera nell'ambito della gestione collettiva del risparmio finalizzata alla ristrutturazione di impresa, sulla base dei principi-guida offerti dalla

recente normativa in materia di gestori di FIA<sup>19</sup> contenuta nell'*Alternative Investment Fund Manager Directive* (AIFMD)<sup>20</sup>.

Nel Capitolo Terzo, infine, si presenteranno anche le peculiarità economico-finanziarie che accompagnano quelle giuridiche, allo scopo di delineare una chiara politica di investimento, contenuta nel documento costitutivo del FIA e necessariamente in funzione dell'oggetto di investimento (il quale, vedremo, influenzerà anche tutta la struttura organizzativa del FIA di *Turnaround*). In tale contesto, nonostante l'analisi della presente tesi sia sostanzialmente focalizzata sul mercato locale, occorrerà tuttavia considerare, dapprima, il più ampio spettro europeo di operatori finanziari nel mercato del *Private Equity*, dai quali possiamo trarre preziose informazioni a livello di scelte di investimento e *performance*.

Ebbene, il *trend* degli operatori finanziari attivi in tale ambito di operatività sarà un primo *driver* e *benchmark* per il processo di scelta dei settori di mercato oggetto, dapprima, di analisi di fattibilità sul piano dell'effettiva possibilità di risanamento e, in seguito, di decisione di investimento da parte del FIA in disamina.

Quest'ultimo, infatti, si caratterizza per una prima operazione di acquisizione e trasformazione della posizione debitoria in sostituzione della banca erogatrice e per una successiva posizione prettamente di socio del capitale di rischio dell'impresa debitrice, operando attivamente per il successo del risanamento della stessa.

---

<sup>19</sup> In particolare “La Direttiva AIFM intende racchiudere in un unico ambito normativo tutte le forme giuridiche e le strategie di investimento alternative a quelle regolate dalla Direttiva UCITS e dalle sue disposizioni attuative. Rientrano, pertanto, nell'ambito di applicazione una vasta gamma di strumenti: dai più semplici fondi aperti che non soddisfano i requisiti definiti dalla Direttiva UCITS, ai fondi di investimento in specifiche attività illiquide come i fondi immobiliari, i fondi di *private equity*, infrastrutture, *commodities* e altre ancora”. Cfr. “Relazione sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi”, CONSOB, 2014.

<sup>20</sup> Cfr. DIRETTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

## **Capitolo Primo**

### **La normativa in materia di Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) nell'era dei *Non-performing loans***

La più recente crisi finanziaria è stata – e per molti versi lo è tuttora – protagonista costante ed irruenta nell'operatività di tutti gli intermediari finanziari: alcuni tra essi sono stati costretti a dichiarare fallimento / bancarotta, altri intermediari faticosamente insistono sul mercato, razionalizzando ed rendendo efficaci ed efficienti le risorse su cui hanno continuato ad investire anche dopo i primi nefasti periodi di crisi.

Vi sono stati, infine, operatori divenuti canali positivi di ripresa, favorendo al contempo l'espansione del proprio mercato di operatività, a livello sia di fattispecie che di tipologia. Occorre puntualizzare che tale sviluppo non è dovuto al fatto che codesti intermediari siano da considerarsi appartenenti alla residua percentuale di soggetti uscenti vittoriosi dalla crisi, a scapito di tutti i perdenti del mercato. Infatti, i protagonisti in questione, sempre più attivi nell'offerta di sentieri di sortita da situazioni di emergenza e di stallo, si identificano negli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), divenuti porti sicuri di ripresa mediante la loro attività di gestione collettiva del risparmio veicolato verso i diversi ambiti del mercato, e finanziari e reali (per quanto possano essere dei comparti da considerarsi nettamente separati).

A sostegno di tale tesi, la dottrina ha buone ragioni per ritenersi unanime nel definire l'attività di tali soggetti esclusa dalla lista dei soggetti le cui attività sono da annoverarsi tra le cause concorrenti alla crisi del 2007.

Lo stesso DE LAROSIÈRE, J. (2009) afferma che, nel sistema definito dall'Autore "*parallel banking*"<sup>21</sup>, sono inclusi intermediari finanziari, come le banche di

---

<sup>21</sup> La tesi sostenuta, infatti, è confluita nel prodotto partorito da DE LAROSIÈRE, J. (2009) e il suo Gruppo di Lavoro, detto Gruppo dei Trenta: tale rapporto è una relazione sulla situazione lacunosa del sistema normativo e di vigilanza europeo, sulla scia di quanto individuato e proposto di risolvere da LAMFALUSSY, A. nel proprio rapporto redatto nel 2001 – e su cui ci intratteremo brevemente nelle seguenti note. Nel 2005 la spinta verso l'attuazione di suggerimenti proposti da quest'ultimo al fine di creare un quadro composito di regolamentazione europeo efficiente ed effettivo (che potesse

investimento, gli *hedge funds*, e altri fondi – nonché soggetti che hanno a che fare con il risparmio raccolto e gestito – il cui fattore comune è lo svolgimento di un'attività parallela a quella tipica bancaria riservata di raccolta del risparmio (sotto forma soprattutto di depositi) ed erogazione del credito, nonché banche commerciali<sup>22</sup>.

Collocandosi, dunque, al limite della regolazione, tali operatori hanno potuto giovare dell'assenza di eccessivi limiti e vincoli normativi stringenti, specifici e mirati alla loro operatività, i quali spesso si sostanziano in attività di vigilanza da parte delle Autorità preposte, mediante concessione di autorizzazione allo svolgimento dell'attività riservate e controlli *ex post* sull'operato.

Ciò implica meno doveri di *disclosure*, solitamente posti dalla regolamentazione a garanzia del buon funzionamento del mercato e della tutela del consumatore di prodotti finanziari (stabilità del sistema finanziario e sana e prudente gestione perseguiti da Banca d'Italia in ambito di vigilanza macroprudenziale, trasparenza e correttezza dei comportamenti da CONSOB in sede di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari<sup>23</sup>).

Tuttavia, l'Autore non annovera codesti specifici operatori finanziari tra le cause primarie della crisi, d'accordo anche con il proprio Gruppo di Lavoro: intermediari

---

efficacemente riflettersi al livello nazionale), garantendo uniformità e omogeneità nell'applicazione delle norme europee, ha indotto il *Financial Stability Board* ad approfondire tali tematiche al fine di applicarle concretamente, affidando tale compito di "riassetto organizzativo" a De Larosière nel 2009. Il frutto di tale rapporto è la previsione di Organismi a livello specialmente secondario a presidio degli obiettivi di vigilanza, che verranno declinate successivamente: *European Supervision Authorities* e due organismi per la vigilanza prudenziale a livello macro (*European Systemic Risk Board*) e micro (*European System of Financial Supervisors*) sul piano sovranazionale.

<sup>22</sup> Come afferma Banca d'Italia, "Nell'ordinamento italiano l'attività bancaria è definita come l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico e dell'attività di concessione del credito (art. 10 del Testo unico bancario, D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni e integrazioni). La raccolta del risparmio presso il pubblico è prerogativa delle banche e viene definita come acquisizione di fondi con l'obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma."

<sup>23</sup> "La sana e prudente gestione dei singoli intermediari e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso sono obiettivi complementari" nell'espletamento dell'attività di vigilanza macroprudenziale richiesta a Banca d'Italia, mentre per CONSOB, come spiega sul proprio sito, "I macro obiettivi della vigilanza sui mercati regolamentati sono definiti dall'art. 74 del TUF: la trasparenza del mercato, la tutela degli investitori, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni".

finanziari alla stregua degli *hedge funds* sono infatti considerati semplicemente ed inevitabilmente quali canali di trasmissione (è attribuita loro una ‘*transmission function*’) del ‘virus’ finanziario, avendo a che fare con i maggiori *lenders* del mercato, come le banche, e non quali ‘contenitori del germe’ delle cause primarie della stessa.

Il tema centrale del Rapporto redatto da DE LAROSIÈRE, J. (2009) congiuntamente con il proprio Gruppo, nonché la ragione per cui è stata loro richiesta un’analisi chiara e trasparente su cause e conseguenze della crisi, è l’incompletezza in termini di codificazione dei rapporti tra le Autorità di Vigilanza.

Si ritiene, infatti, che queste ultime abbiano peccato di scarsa collaborazione – ed eccessiva fiducia nelle funzionalità del sistema finanziario e, in particolar modo, di quello bancario<sup>24</sup> a livello europeo – dapprima, nel prevenire la diffusione incontrollata della bolla speculativa, la quale nel Vecchio Continente si è riversata inevitabilmente sui crediti erogati all’economia reale in crisi, ed *ex post*, di contro, nell’aggreire con unità, sintesi e tempestività di intervento il nascente (e ad oggi maturo) mercato dei *Non-Performing Loans (NPLs)*.

Nel tentativo di dare ordine all’assetto di vigilanza europeo mediante anche la restituzione di centralità all’attività di gestione del rischio sistemico, l’Europa si è attivata al fine di istituire le “*European Supervisory Authorities*” (ESAs), Autorità di regolamentazione di secondo livello, a supporto tecnico della normativa primaria: *European Banking Authority* (EBA, istituita con Regolamento UE 1093/2010)<sup>25</sup>, *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA, istituita con

---

<sup>24</sup> Si legge, infatti, dal Rapporto, nella sezione di disamina dei fattori concorrenti all’esplosione della crisi finanziaria del 2007, in particolare riguardanti i problemi a livello di Regolamentazione, Vigilanza e fallimenti nella gestione delle crisi, paragrafo 25: “*These pressures were not contained by regulatory or supervisory policy or practice. Some long-standing policies such as the definition of capital requirements for banks placed too much reliance on both the risk management capabilities of the banks themselves and on the adequacy of ratings. In fact, it has been the regulated financial institutions that have turned out to be the largest source of problems. For instance, capital requirements were particularly light on proprietary trading transactions while (as events showed later) the risks involved in these transactions proved to be much higher than the internal models had expected*”.

<sup>25</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (UE) N. 1093/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione”, in Gazzetta Ufficiale.

Regolamento UE 1094/2010)<sup>26</sup> ed, infine, *European Securities and Market Authority* (ESMA, istituita con il Regolamento UE 1095/2010)<sup>27</sup>.

Ai fini della nostra analisi, i contributi normativi e gli standard tecnici dell'ESMA saranno le principali *guidelines* della presente trattazione allo scopo di definire in maniera più puntuale l'OICR oggetto di analisi, nonché per l'identificazione della disciplina il cui perimetro di applicazione lo possa comprendere.

## **1. Evoluzione storica della disciplina della gestione collettiva del risparmio: dalle Direttive europee alla normativa italiana**

Prima di ripercorrere lo sviluppo storico della normativa in ambito OICR ed individuare i punti di interesse racchiusi nella disciplina più recente – frutto di compiute analisi del legislatore volte a risolvere problemi emergenti nell'operatività finanziaria in evoluzione – è doveroso puntualizzare il seguente aspetto: considerare gli intermediari finanziari oggetto di analisi come meri operatori con funzione di trasmissione della crisi non equivale a ritenere l'operatività di questi ultimi priva di rischio.

D'altronde non esiste – e non sarebbe neppure economicamente auspicabile – una realtà finanziaria ove il rischio possa essere portato a un livello tale da poter essere considerato inesistente, poiché l'obiettivo del “totalmente *risk free*” non sarebbe giustamente perseguibile nell'ottica secondo la quale un maggior rischio è remunerato da un maggior rendimento.

### **1.1 La definizione di OICR e l'influenza angloamericana**

---

<sup>26</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (UE) N. 1094/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>27</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (UE) N. 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione”, in Gazzetta Ufficiale.

L'Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) è definito dall'articolo 1, lett. k) del D.Lgs. 58/1998 (TUF) come *“l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”*.

Tale definizione non è altro che il frutto di recepimenti della disciplina europea in materia di gestione collettiva del risparmio, nel tentativo di aggiornare una normativa che in Italia si era già delineata a partire dagli Anni '80 – in cui il legislatore italiano non era ignaro dell'esistenza di fattispecie di gestori del risparmio collettivo, tipiche di realtà angloamericane, che con qualche sforzo avrebbero potuto essere mutate nel rispetto della disciplina italiana – la quale, tuttavia, presentava alcune lacune anche in ottica di armonizzazione regolamentare.

Potendo, dunque, godere di codesta definizione, pare giusto affermare, in prima analisi, che l'operatività degli OICR risulta ben diversificata, potendo accedere mediante differenti strumenti, e quindi forme tecniche, in mercati spesso complementari. Come prevede la normativa, l'area di operatività degli organismi suddetti comprende tanto il mercato mobiliare quanto quello immobiliare – e dunque non solo strumenti finanziari ma anche beni tangibili rientranti nell'economia reale.

Tuttavia, occorre precisare che la tipologia di beni dei mercati in cui gli OICR possono investire il patrimonio raccolto non condiziona la caratteristica di *“finanziarietà”* dell'attività stessa di gestione del risparmio collettivo: infatti, tale operatività non è designata secondo l'oggetto, ma è funzione della modalità in cui codesta attività viene svolta dall'intermediario finanziario<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Tale principio è sviluppato da ANNUNZIATA, F. (2017) il quale giustamente afferma che “la natura ‘finanziaria’ dell'attività di gestione collettiva del risparmio costituisce (...) un elemento qualificante della

In particolare, quando l'attività di investimento è costituita da crediti, si assiste ad una proliferazione di diverse tipologie di fondi il cui *asset* principale va ricercato nel *lending market*. Ad esempio, vi sono fondi che concedono altri prestiti rispetto a finanziamenti bancari (con conseguente problema disciplinare circa la definizione stessa di erogazione del credito come componente dell'attività bancaria riservata<sup>29</sup>), fondi che assorbono in sé dagli attivi bancari i crediti deteriorati (*NPLs*): tali forme tecniche, caratterizzate da attività che coinvolgono il credito in termini e di erogazione e di mero investimento sul mercato secondario, verranno esaminate con maggior dettaglio nel prossimo capitolo, per comprendere al meglio la tipologia di OICR oggetto di analisi.

Nel caso di specie, infatti, ci focalizzeremo sull'attività *restructuring* di impresa che il gestore del fondo di *Turnaround* (che, come si definirà in seguito, si identifica in un Fondo di Investimento Alternativo – FIA) può svolgere mediante gestione separata del patrimonio raccolto dalla collettività di investitori, occupando, inizialmente, la posizione di creditore, in sostituzione della banca, e, in un secondo momento, “indossando le vesti” di un *Private Equity*, la posizione di socio dell'impresa da ristrutturare.

Codesto maggior rischio derivante dalla condizione di azionista e non più di mero creditore è accettato dall'intermediario qualora siano manifeste opportunità di ripresa e crescita tali da riportare l'impresa debitrice *in bonis*.

Per ritornare alla disamina storico-interpretativa della normativa in ambito di gestione collettiva del risparmio, possiamo affermare che storicamente, nelle realtà europee di *Civil Law*, e specialmente in Italia, la ‘cultura’ dell'investimento collettivo non è sconosciuta al legislatore, avendo, come anticipato, una visione disciplinare di ampio spettro e accettando, spesso e volentieri, l'influenza angloamericana mediante

---

relativa fattispecie (...). La finanziarietà, infatti, non attiene all'oggetto dell'attività, quanto alle modalità e alle tecniche di svolgimento della stessa”.

<sup>29</sup> Cfr. art.10 “Attività bancaria”, Testo Unico Bancario (TUB).



l'introduzione di nuove forme di gestione del capitale, come ad esempio *trust* e *partnership*<sup>30</sup>.

Tuttavia, tali previsioni di *Common Law* in ambito di risparmio gestito sono di difficile contemplazione all'interno del quadro regolamentare europeo e, in particolare, italiano, essendo la pratica stessa della gestione collettiva del risparmio scarsamente diffusa, seppur in parte normata.

Più precisamente, “la pluralità di investitori” – che, secondo le direttive UCITS (direttiva 1985/611/CEE e seguenti modifiche ed integrazioni fino alla direttiva 2014/91/UE ‘UCITS V’, regolanti gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari – OICVM) e AIFM (direttiva 2011/61/UE che disciplina i gestori dei fondi alternativi di investimento – FIA), andrebbe intercettata – è parsa di difficile approccio. Uno dei problemi a monte caratterizzante perlopiù il mercato europeo, risparmiando economie come quella degli Stati Uniti e dei Paesi Emergenti, è simile a quello individuato da DE LAROSIÈRE, J. (2009) nel proprio Rapporto<sup>31</sup>.

Infatti, quest'ultimo ha sottolineato la disomogeneità e la mancanza di coordinamento a livello di interventi da parte delle Autorità di Vigilanza dei singoli Stati membri, raccomandando, come suddetto, un sistema di vigilanza unico europeo (nonché il

---

<sup>30</sup> Il riferimento alla normativa di *Common Law* è funzionale alla comprensione dell'influenza angloamericana sulla definizione di questi nuovi veicoli di investimento, quali gli OICR, in realtà di *Civil Law*, mantenendo la distinzione tra forma contrattuale, propria dei *Trust*, e forma societaria, propria delle *Partnership*. In particolare, il *Trust* è un contratto tra il disponente proprietario del bene (*settlor*) e un soggetto terzo (*trustee*) con piene facoltà nel gestire tale bene. La *Partnership*, invece, è maggiormente usata per la costituzione di *hedge funds* nella forma di *Limited Liability Partnership* (LLP) simile all'assetto proprio delle Società per Azioni, oppure di *General Partnership* (GP), riconducibile alla nostra Società in Accomandita per Azioni.

<sup>31</sup> “Negli ultimi cinque anni il settore finanziario ha attraversato un lungo periodo di crisi, che ha colpito i mercati di tutto il mondo contagiando l'economia reale e le abitudini d'investimento dei cittadini. (...). In questo percorso di progressivo ritorno alla normalità (...) un ruolo fondamentale è stato senz'altro giocato dagli Stati Uniti, che hanno saputo intraprendere un credibile piano di recupero, mantenendo così la loro posizione di leadership globale. Ma sono stati soprattutto i Paesi emergenti a sostenere l'economia mondiale, continuando a crescere a una velocità molto maggiore rispetto ai Paesi sviluppati e raccogliendo sempre di più le preferenze degli investitori. L'Europa ha continuato invece a procedere a due velocità, con i Paesi periferici impegnati in uno sforzo di lento consolidamento. Le pressioni delle istituzioni europee e dei Paesi core hanno costretto i membri più deboli dell'Unione ad avviare riforme dolorose per riportare in equilibrio i conti pubblici.” (ASSOGESTIONI, FACTBOOK 2012, ‘GUIDA ITALIANA AL RISPARMIO GESTITO’).

*Single Supervisory Mechanism* istituito mediante l’emanazione del medesimo Regolamento istitutivo dell’EBA, Regolamento UE 1024/2010 – “SSM”<sup>32</sup>).

Sul piano economico e politico europeo in senso lato, tale *gap*, registrato dal Gruppo di Lavoro nel 2009, non è altro che il riflesso, a livello di *network* tra Stati membri, di uno scarso coordinamento di azione politico-economica a tutela del mercato interno europeo, a causa di un percorso di consolidamento normativo definibile “parallelo” – richiamando l’affermazione suddetta del “*parallel banking*” – e carente tra gli Stati membri.

Se, da un lato, l’attività dei *fund managers* ha ugualmente registrato performance positive soprattutto dal 2012<sup>33</sup>, dall’altro, tuttavia e in particolar modo in Italia, le politiche di *austerity* hanno anche contribuito negativamente alla capacità di risparmio delle famiglie e quindi ad intercettare quella platea di investimenti di cui sopra.

Nel caso oggetto di analisi, quindi, possiamo affermare che il fenomeno del *restructuring*, oggetto di attività da parte di un OICR, è assolutamente in linea con i cambiamenti che la crisi ha portato con sé (ossia, trovare nuovi mercati di rendimento e contemporaneamente permettere alle banche di disfarsi di crediti deteriorati che pesavano sul rispetto dei vincoli di Basilea), ma, antecedentemente all’impiego del risparmio, occorre recuperare dapprima lo stesso dalla generalità degli investitori.

In Italia, da un lato, il problema degli *NPLs* è assai gravoso sui bilanci delle banche (perché per la maggior parte commerciali), dall’altro, un Paese come il nostro, conosciuto per avere uno dei maggiori indici di risparmio delle famiglie a livello

---

<sup>32</sup> La portata del *Single Supervisory Mechanism* è stata rivoluzionaria, perché ha portato al progressivo trasferimento delle attività di vigilanza da un piano prettamente nazionale a quello sovranazionale, attribuendo ampi poteri alle Autorità di supervisione europee e facilitando il percorso di coordinamento e condivisione fra le Autorità competenti per i diversi settori economico-finanziari. Tanto importante che è stato definito “una pietra miliare nella costruzione europea, non meno importante della moneta unica e del vincolo del pareggio di bilancio” – CASSESE, S. (2014).

<sup>33</sup> La stessa ASSOGESTIONI afferma, sempre nell’ambito della redazione del Factbook 2012 precedentemente citato, che “Sul fronte dell’industria del risparmio gestito, il trend positivo dei mercati internazionali ha permesso agli *asset manager* di ottenere buone performance, che si sono riflesse in un consistente aumento del patrimonio complessivo, (...). Il buon andamento dei listini non è stato però accompagnato da una ripresa della capacità di risparmio delle famiglie italiane, rimasta ferma ai livelli del 2011 a causa del peso della crisi sull’economia reale.”

europeo<sup>34</sup>, non è in grado di incentivare lo sblocco di tali capitali verso mercati più redditizi rispetto ai depositi bancari, provocando inevitabilmente il rallentamento della ripresa economico-finanziaria italiana.

Probabilmente la ragione non consta solamente nella sfiducia nei mercati conseguentemente alla crisi, ma anche nella mancanza di cultura finanziaria a tal riguardo, come testé osservato, portando con sé una conseguenza quasi inevitabile: la maggiore percentuale di risparmio gestito, infatti, è costituito da fondi pubblici, per motivi anche dimensionali oltre che di impiego vero e proprio col fine di partecipazione ad un OICR<sup>35</sup> (soprattutto in sede di impiego a supporto dell'economia reale<sup>36</sup>). L'economia reale, infatti, è il destinatario ultimo di tutela da parte della normativa sovranazionale e nazionale (in termini di risparmiatori / investitori / consumatori di prodotti finanziari) da parte del legislatore.

---

<sup>34</sup> Le pubblicazioni ISTAT circa l'indice del risparmio delle famiglie italiane, seppur calante a seguito della crisi finanziaria, resta uno dei maggiori rispetto alla media europea, confermato anche da quanto illustrato nel documento "Risparmio e ricchezza delle famiglie italiane" – ROTA, A (2012) per ASSOGESTIONI.

<sup>35</sup> Un esempio degno nota perché coerente con l'OICR oggetto di tesi è quello del fondo "Quattro R" che, come si legge dal sito di Cassa Depositi e Prestiti, "QuattroR è il primo fondo di investimento italiano interamente dedicato ai processi di *Turnaround* promosso da CDP che, in qualità di partner delle imprese italiane, le accompagna durante tutto il loro ciclo di vita, dalla fase di *startup*, allo sviluppo e crescita sul territorio nazionale ed internazionale, fino alle situazioni di ristrutturazione patrimoniale e/o riorganizzazione aziendale."

<sup>36</sup> Non è certamente passato inosservato il contributo richiesto a tutte le banche e a tutti gli istituti finanziari italiani mediante la costituzione di un fondo, il *Fondo Atlante*, finalizzato al supporto del sistema bancario italiano in profonda difficoltà durante la crisi dei crediti deteriorati. Altri fondi simili sono stati creati *ad hoc* al fine di contribuire in termini di potenziali (e spesso temporanee) soluzioni 'reali' contro la crisi. In particolare "Il fondo Atlante è il fondo d'investimento alternativo che serve a sostenere le banche italiane nelle proprie operazioni di ricapitalizzazione e a favorire la gestione dei crediti in sofferenza del settore. Il fondo Atlante serve a soddisfare due finalità: assicurare il successo degli aumenti di capitale richiesti dall'Autorità di Vigilanza per le banche che si trovano a fronteggiare oggettive difficoltà di mercato e risolvere il problema dei crediti in sofferenza" (<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/fondo-atlante.html>). A livello europeo, invece, si è istituito un fondo chiamato *European Financial Stability Facility* (Efsf), il quale è "uno *Special Purpose Vehicle* creato dai ventisette stati membri dell'Unione Europea, il 9 maggio 2010 in seguito alla crisi economica del 2008-2010, per il solo fine di aiutare finanziariamente gli stati membri, preservando la stabilità finanziaria dell'Eurozona in caso di difficoltà economica", sostituito poi nel 2012 dallo "*European Stability Mechanism*, con la previsione che l'assistenza finanziaria ai Paesi insolventi sia condizionata alla partecipazione del settore privato (il cosiddetto *bail-in*), in genere tramite un taglio (*haircut*) del credito fino al 50%" (<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/fondo-salva-stati.html>).

Infatti, anche nel caso di specie, la normativa prevede, specificatamente per gli OICR, all'art. 35-*decies*, D.Lgs. 58/1998, TUF, primo comma, lett. a): “*Le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato*”.

La normativa delineata fino a questo momento non è, tuttavia, esclusivamente figlia della crisi finanziaria, ma si è dianzi generata a partire dalla seconda metà del secolo scorso, nel cui ambito l'Italia è uno tra Paesi europei precursore dal punto di vista legislativo.

Nel Vecchio Continente, abbiamo assistito ad una vera e propria “alluvione normativa”<sup>37</sup>, nonché ad un'accelerazione di produzione legislativa al fine di delineare un perimetro chiaro di operatività ai nuovi soggetti e strumenti finanziari emersi all'alba della crisi finanziaria.

## 1.2 La disciplina italiana precedente all'armonizzazione europea

Nel nostro Paese, come anticipato, la disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio risale al 1983, antecedente dunque al TUF entrato in vigore nel 1998. La normativa risultava particolarmente frammentata in quanto le tre leggi e il decreto legislativo in vigore a quell'epoca (di seguito ripresi in dettaglio) avevano come oggetto di disciplina differenti forme tecniche di OICR, dunque caratterizzandosi per uno scarso coordinamento e una debole unitarietà a livello normativo.

La disciplina si articolava nella Legge n. 77/1983 relativa all'istituzione e alla disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare abrogata dal decreto legislativo

---

<sup>37</sup> Tale citazione è stata raccolta da MINERVINI, G. nel proprio testo “*Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*” (1992).

58/1998<sup>38</sup>, nella Legge n. 344/1993 (relativa ai fondi comuni chiusi)<sup>39</sup>, nella Legge n. 86/1992 (relativa ai fondi comuni chiusi di tipo immobiliare), ed infine nel Decreto legislativo n. 84/1992 (relativo alle società di investimento a capitale variabile, nonché le SICAV<sup>40</sup>).

Possiamo dunque notare, da una rapida disamina degli oggetti normati dalla suddetta disciplina, che il legislatore italiano si è maggiormente focalizzato su organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in forma contrattuale<sup>41</sup>.

In maniera residua si colloca una prima trattazione normativa del fenomeno di OICR statutario, nell'ultimo decreto legislativo citato, includendo anche elementi disciplinari riguardanti il gestore, il quale svolge, appunto, l'attività di gestione del risparmio collettivo raccolto presso il pubblico di investitori.

### 1.3 Il processo di armonizzazione minima europea e relativi recepimenti

L'armonizzazione di tale disciplina si colloca temporalmente all'entrata in vigore del TUF ed in particolare è confluita nel Titolo III del Testo Unico, più volte modificato e integrato a seguito del recepimento delle diverse versioni delle direttive UCITS e della direttiva AIFM riflesse nei regolamenti attuativi di Banca d'Italia e CONSOB, che esamineremo in seguito al fine di completare il perimetro ontologico e disciplinare dei fondi oggetto di tesi.

---

<sup>38</sup> Fatta eccezione per gli artt. 9 e 10-ter che enunciano le disposizioni tributarie in termini generale e sui 'proventi delle quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto estero' perché il primo è "abrogato dall'articolo 2, comma 79, lettera a), del D.L. 29 dicembre 2010, n. 225, con effetto dal 1° luglio 2011", mentre il secondo è ancora in vigore.

<sup>39</sup> Titolo della Legge stessa è appunto "Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi".

<sup>40</sup> Più precisamente "Attuazione delle direttive n. 85/611/CEE e n. 88/220/CEE relative agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, operanti nella forma di società di investimento a capitale variabile (SICAV)".

<sup>41</sup> Nella normativa, si parla 'istituzione e regolamento del fondo', e non di 'statuto' come è giusto che sia nel caso di OICR statutario.

Per quanto concerne gli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari, ‘OICVM’, (nonché “*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*” – UCITS), la disciplina a riguardo ha origine nella Direttiva 1985/611/CEE, detta Direttiva UCITS I, passando per la Direttiva 2001/107/CEE e la Direttiva 2001/108/CEE (UCITS III), e da ultimo per la Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV) confluita nella Direttiva 2014/91/UE (UCITS V) recepita mediante D.Lgs. n. 71/2016, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 20 maggio 2016<sup>42</sup>.

L’oggetto specifico disciplinato dalle Direttive UCITS è l’OICVM, definizione che si estende non solo ai fondi comuni di investimento, ma anche alle società di investimento a capitale variabile – SICAV.

Dal punto di vista organizzativo, le direttive definiscono una struttura ‘triangolare’ dei fondi di investimento nel rispetto dei rapporti bilaterali, e diretti e indiretti, tra la società di gestione del fondo, i partecipanti al fondo nel ruolo di sottoscrittori delle quote del fondo, ed infine il soggetto depositario, che, come vedremo nello specifico, ha assunto responsabilità di controllo complementare a quello delle Autorità di Vigilanza sull’operato del gestore autorizzato.

Le modifiche e le integrazioni della prima direttiva riguardante gli UCITS sono state il frutto di ragguardevole analisi da parte del legislatore circa la realtà economico-finanziaria che mutava le proprie esigenze, cercando di contemplarle all’interno di normative che potessero in qualche modo abbracciare in modo unitario e coordinato le differenti tipologie di fondo che si andavano a delineare nell’ambito degli stessi Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari – dal momento che la profonda differenziazione dei fondi identificati come banalmente alternativi agli OICVM, nonché definiti in via negativa e residuale rispetto agli UCITS, ha guidato il legislatore verso la cogente scelta di disciplinare i gestori di tali fondi e non questi ultimi.

In questa panoplia di disposizioni normative, non possiamo prescindere dal necessario obiettivo di tutela del risparmio e quindi buon funzionamento del mercato perseguibile

---

<sup>42</sup> Attualmente, è in fase iniziale uno studio di proposta di direttiva ‘UCITS VI’, per la quale è stato redatto dalla Commissione un Documento di consultazione recante data 26 Luglio 2012, ma senza aver avuto seguito con integrazioni o atti concreti verso una nuova direttiva.

solamente da un'attenta analisi di fatti e rischi che una normativa deve contemplare: essendo gli stessi rischi caratterizzati da una difficile identificazione nell'immediato manifestarsi di fatti finanziari, il legislatore non può che monitorare l'evolversi del mercato e, di volta in volta, disciplinare aree non regolamentate, secondo esigenze dello stesso che, se non normate, lascerebbero deregolamentato uno spazio a vantaggio di quegli operatori che abuserebbero della mancanza di limiti di operatività<sup>43</sup>.

Al fine, quindi, di garantire la tutela degli investitori nel mercato del risparmio collettivo, la Direttiva UCITS è considerata un tentativo di uniformare a livello europeo il fenomeno degli OICVM (a tutela anche dei presidi concorrenziali del mercato comunitario).

Nella disciplina, si contempla l'applicazione del principio di mutuo riconoscimento mediante l'introduzione del *passaporto europeo*<sup>44</sup> che permette, appunto, di riconoscere all'operatore finanziario, preventivamente e correttamente autorizzato dall'Autorità competente in uno degli Stati membri dell'UE, la libertà di svolgere la propria attività anche negli altri Stati membri, poiché l'attività di vigilanza sullo stesso è garantita anche dall'invio di notifica all'Autorità competente nazionale senza necessità di ulteriore autorizzazione.

La concessione di svolgimento delle attività di gestione del risparmio collettivo è, tuttavia, subordinata ad un'imprescindibile disposizione secondo la quale è condizione necessaria, per l'esercizio di tale attività, che *ex ante* tutti gli Stati membri dell'UE siano armonizzati e coordinati, dal punto di vista autorizzativo e di controllo.

---

<sup>43</sup> Si pensi agli speculatori, a chi è in possesso di informazioni privilegiate utilizzabili in termini di profitto del singolo a danno della collettività, a quegli operatori, generalmente parlando, che agiscono per proprio interesse ma a danno altrui.

<sup>44</sup> I due capisaldi della normativa economica europea sono la Direttiva 77/780/CEE, che esplicita il principio di mutuo riconoscimento perché "relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio", e la Direttiva 93/22/CEE "relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari" che descrive il principio dell'*home country control*. Per motivi storici, è evidente che dei due principi si poteva solo applicare il primo, in quanto il secondo criterio è subentrato nel 1993. Contestualmente si è definito lo strumento del passaporto europeo che, come definito dalla stessa Commissione Europea, "permette alle banche, alle società di assicurazioni e alle società d'intermediazione mobiliare di operare in tutta la Comunità sulla base dell'autorizzazione delle autorità del paese di origine".

Si richiede dunque di prevedere obblighi di trasparenza e informativi verso gli investitori: nel caso specifico, si parla dei prospetti, dei rendiconti annuali, delle relazioni periodiche e di tutte quelle informazioni – anche *ex post* – che permettono all'investitore di rimanere nel suo status di consapevolezza del proprio investimento.

Alla luce di codesta armonizzazione, il legislatore nazionale ha recepito il 25 gennaio 1992 la prima direttiva UCITS, emanando tre decreti legislativi: il più importante è stato il Decreto legislativo n. 83/1992 che ha apportato importanti modifiche alla prima legge sui fondi comuni di investimento (Legge n. 77/1983).

Il secondo decreto è il D.Lgs. n.84/1992 che ha permesso di accogliere per la prima volta nel nostro ordinamento la forma di OICR statutario nella fattispecie di Società di investimento a capitale variabile (SICAV).

Infine, il Decreto legislativo n. 86/1992, sull'onda delle novità normative in ambito di fondi comuni di investimento, ha introdotto (in termini totalmente autonomi dalla direttiva n. 85/611/CEE) una prima disciplina in tema di offerta di quote di fondi non armonizzati in Italia, precedendo, in un certo qual modo, la direttiva AIFM sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. FIA), detti anche non armonizzati.

Essendo il mercato in continuo tumulto, nel 2001 è stato necessario integrare la norma in tema di UCITS considerando con maggiore attenzione non solo il ruolo del gestore stesso e del soggetto depositario, ma anche nuovi tipi di OICVM che erano al di là del perimetro della direttiva.

Dopo difficili tentativi di armonizzazione nella produzione di una Direttiva UCITS II, si è giunti alla stesura di una terza normativa, declinata nelle due direttive testé presentate (UCITS III), con l'obiettivo di risolvere le criticità emerse in materia di fondi armonizzati.

Ruoli e responsabilità e del gestore e del soggetto depositario sono stati meglio definiti (specificatamente nella Direttiva 2001/107/CEE) e, per quanto concerne l'ampliamento del perimetro di applicazione (nella Direttiva 2001/108/CEE), esso è stato inevitabilmente esteso anche a quegli OICR che investono in attività finanziarie differenti dai valori mobiliari – e.g. depositi bancari, quote di altri organismi di



investimento collettivo, strumenti del mercato monetario, strumenti derivati – modificando in maniera notevole la previgente direttiva.

Nella prima Direttiva, detta anche ‘Direttiva Gestore’<sup>45</sup> sono comprese definizioni e condizioni di esercizio dell’attività di gestione collettiva del risparmio – che ritroveremo in parte anche nell’analisi della direttiva AIFM – dal momento che si presuppone il rispetto di principi generali a presidio degli obiettivi di buon funzionamento del mercato, sana e prudente gestione e tutela dei consumatori di strumenti finanziari.

Si ribadisce, infatti, la possibilità di applicazione del mutuo riconoscimento e le condizioni di per accedere al passaporto europeo, nonché all’attività di gestione collettiva del risparmio, ampliando anche l’area delle attività che il gestore può svolgere o delegare a terzi, prevedendo l’obbligo di redazione di un prospetto semplificato che possa essere veritiero e di chiara e immediata comprensione da parte dell’investitore medio.

### 1.3.1 Breve digressione sulla figura del depositario quale importante presidio di vigilanza

Per quanto concerne il soggetto depositario, esso deve necessariamente essere sottoposto a vigilanza pubblica e possedere l’*Headquarter* nel medesimo Stato membro di quello del gestore. La disposizione di maggiore importanza, ad avviso di chi scrive, poiché racchiude in sé le suddette condizioni, prevede che il depositario debba essere un’entità (nonché una società) chiaramente distinta dal gestore, nel rispetto del principio di ‘*segregation of duties*’ e indipendenza etica, così come puntualizzato dal Considerando 10 della Direttiva 107/2001<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Cfr. “*Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*”, Seconda edizione, FERRARI, A. et al (2017).

<sup>46</sup> Tale articolo recita, infatti: “l’attività di gestione di portafogli di investimenti è un servizio di investimento già disciplinato dalla direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. Affinché il settore sia disciplinato da un quadro

E ancora, tale principio lo ritroviamo nel documento pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 4 Gennaio 2017 a seguito del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, nella *Sezione II “Autorizzazione all’esercizio delle funzioni di depositario di OICR”*, che esplicita tra le condizioni per il rilascio dell’autorizzazione all’esercizio delle funzioni di depositario, punto 1)-viii): *“gli schemi organizzativi e i sistemi di controllo adottati assicurano l’indipendenza della funzione di depositario, tenuto conto dell’obbligo del depositario di agire in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti agli OICR (art. 48, comma 1, TUF)”*.

Codeste precisazioni in ambito di disciplina del depositario è funzionale alla previsione normativa che concede allo stesso un incremento del ventaglio di attività in possibilità di essere svolte: infatti, la direttiva non attribuisce solo la custodia degli strumenti finanziari e della liquidità del fondo, ma anche un’attività di controllo sull’operatività stessa del soggetto gestore ulteriore rispetto a quanto svolto dalle Autorità preposte alla vigilanza.

Anche a livello di responsabilità, ciò che la Direttiva in questione ha previsto nel 2001 continua a sopravvivere nel documento di modifiche predette, mantenendo la statuizione secondo la quale: *“la responsabilità nei confronti del gestore e dei partecipanti all’OICR per ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell’inadempimento dei propri obblighi. In caso di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia, il depositario, se non prova che l’inadempimento è stato determinato da caso fortuito o forza maggiore, è tenuto a restituire senza indebito ritardo strumenti finanziari della stessa specie o una somma di importo corrispondente, salvo in ogni caso il risarcimento del maggior danno”* che, nel TUF, è confluito nell’art. 49.

---

normativo omogeneo è auspicabile assoggettare le società di gestione che sono autorizzate a prestare anche tale servizio alle condizioni stabilite in detta direttiva”. Cfr. *“DIRETTIVA 2001/107/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 gennaio 2002 che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) al fine di regolamentare le società di gestione e i prospetti semplificati”*.

Tale precisazione in tema di “soggetto depositario” è stata una modesta scelta al semplice fine di sottolineare come la disciplina si sia evoluta affinché i presidi di controllo sul soggetto preposto passino anche attraverso la responsabilizzazione del depositario.

Tale elemento sarà oggetto di approfondimento nel secondo capitolo, ove verrà descritto in dettaglio il ventaglio di rapporti che insistono nello specifico caso del gestore dei fondi di *Turnaround* oggetto di tesi.

#### 1.4 La normativa europea dalla UCITS III in avanti e relativi recepimenti

L’identificazione dei soggetti che coinvolti nell’attività di gestione collettiva del risparmio, dal punto di vista dell’individuazione di diritti e obblighi, si reitera nelle direttive seguenti con ulteriori integrazioni, ma mantenendo i capisaldi stabiliti dalla ‘*Direttiva Gestore*’ in materia di ruoli e responsabilità dei due operatori più importanti nel mercato del risparmio gestito.

La direttiva 2001/108/CEE, detta anche ‘*Direttiva Prodotto*’, si occupa appunto dei tipi di OICVM non considerati nel perimetro della prima Direttiva UCITS. Quest’ultima infatti subisce modifiche già a partire dall’articolo 1, paragrafo 2, sostituendo la definizione dell’oggetto esclusivo dell’attività di gestione collettiva del risparmio nel seguente modo: “*l’investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari e/o in altre attività finanziarie liquide (...), e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi*”<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> La definizione puntuale del *risk sharing* si deduce con chiarezza e semplicità nell’*Enciclopedia Treccani*, secondo cui la ripartizione dei rischi “indica la suddivisione del rischio tra un gruppo di operatori, al fine di assicurarli contro l’effetto di uno shock negativo, aumentando così il benessere totale. Se il rischio è idiosincratico e non aggregato, ossia colpisce in modo indipendente i singoli agenti, ma non l’insieme di essi, l’istituzione di un’assicurazione collettiva permette di distribuire un evento negativo individuale su tutti, e quindi di ridurne o annullarne l’effetto. Gli esempi sono numerosi: assicurazioni automobilistiche, sulla casa, sanitarie, eccetera. Spesso l’assicurazione è fornita dalle istituzioni pubbliche, in particolare tramite le prestazioni sociali: è il caso degli ammortizzatori sociali (per es., l’indennità di disoccupazione), che proteggono i lavoratori, pur in modo parziale, dal rischio di perdere la propria occupazione, o ancora dell’assistenza sanitaria e di alcuni aspetti del sistema previdenziale (come le pensioni di invalidità)”.

Ai fini della presente tesi, è importante comprendere le previsioni della norma e ciò che la stessa ha trascinato con sé attraverso le modifiche successive in termini di oggetto di investimento: al netto della definizione di valore immobiliare quale azione, obbligazione o “*qualsiasi altro valore negoziabile che permetta di acquisire i predetti valori mobiliari mediante sottoscrizione o scambio*”<sup>48</sup>, la definizione degli strumenti finanziari citati è funzionale ai fini di delimitare i confini di applicazione della presente disciplina all’OICR oggetto di analisi.

Nell’ambito della presente tesi, escludendo i valori mobiliari come oggetto di investimento dei fondi di cui ci occuperemo (e che investono nei crediti bancari in sofferenza i quali non sono ricompresi nelle categorie definitorie del valore mobiliare), non è possibile ricomprendere tra gli *asset* di investimento di un fondo di *Turnaround* gli strumenti finanziari definiti dalla Direttiva Prodotto come ‘strumenti del mercato monetario’ e ‘strumenti derivati’ negoziati in mercati regolamentati e, entro certi limiti, in mercati OTC.

#### 1.4.1 La direttiva AIFM e le influenze bilaterali con la normativa UCITS IV e UCITS V

La Direttiva UCITS III non è stata sufficientemente precisa nel definire tali organismi di investimento collettivo, tanto che è stata oggetto di revisione – probabilmente perché parsa anodina all’atto dell’applicazione effettiva.

Le conseguenze di alcune previsioni, quali ad esempio la moltiplicazione di fondi di dimensioni ridotte, l’onerosità della redazione del prospetto semplificato nell’effettività poco adatto ai fini di informativa efficace, hanno fatto emergere carenze che necessitavano di implementazione – a titolo esemplificativo, la definizione poco chiara di operatività in termini geografici.

---

<sup>48</sup> Come previsto dall’art. 1, comma 2 della Direttiva 2001/108/CE “che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), con riguardo agli investimenti OICVM”.

Tali carenze sono state assorbite dalla Direttiva 2009/65/CE (c.d. ‘UCITS IV’), al fine di minimizzare inefficienze manifestatesi specialmente all’alba della crisi finanziaria. Infatti, mantenendo i capisaldi della previgente normativa – nonché continuando a sostenere previsioni che nella loro applicazione si era mostrate efficaci e operative, tale direttiva ha introdotto elementi ‘*pivot*’ propri di una disciplina, a modesto avviso di chi scrive, identificabile come matura e unitaria per una poliedrica fattispecie come quella tipica degli OICR, lungi dall’essere declinabile esclusivamente tra UCITS e FIA.

I focus della direttiva si identificano nella produzione di un nuovo prospetto informativo in sostituzione di quello semplificato, nonché il *Key Investor Information Document* (KIID)<sup>49</sup> contenente appunto le informazioni chiave circa gli obiettivi, il profilo di rischio e di rendimento, i costi e le prestazioni del fondo, l’effettivo funzionamento del passaporto europeo per il gestore dell’OICR e la previsione di nuove fattispecie e strutture di fondi come i “*master-feeder*”<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Come spiega CONSOB, tra i ‘documenti da leggere prima dell’investimento’ in Fondi comuni aperti, è indispensabile la lettura del KIID (*Key Investor Information Document*), cioè del documento che, in sole due pagine, riassume le caratteristiche chiave dell’OICR. Ulteriori approfondimenti possono essere rinvenuti sia nel prospetto informativo che nel regolamento di gestione del fondo. Il KIID si articola in 4 parti: a) finalità e politica di investimento; b) profilo di rischio rendimento; c) costi; d) performance storiche. Viene, quindi, fornita una guida alla lettura di ogni parte del documento. Il prospetto Informativo si suddivide in parte I e parte II”. La consegna è obbligatoria per il KIID, mentre è su richiesta quando si parla di prospetto e regolamento di gestione. Per quanto concerne in fondi comuni chiusi, “nel caso di un’offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato, è necessario pubblicare un prospetto, affinché il potenziale investitore sia messo nelle condizioni di assumere consapevoli scelte di investimento. Il prospetto contiene informazioni riguardanti le caratteristiche del gestore e del fondo, nonché le relative rischiosità. La nota di sintesi costituisce una parte del prospetto, nell’ambito della quale sono rappresentate con linguaggio non tecnico le informazioni chiave relative all’investimento proposto. Ciò al fine di consentire al potenziale investitore di decidere quali investimenti esaminare ulteriormente. (...) Copia del prospetto è consegnata gratuitamente al potenziale investitore, previa specifica richiesta. Il prospetto è altresì consultabile tramite sito web dell’emittente/offerdente”. L’informativa vista come funzione delle diverse tipologie di valori mobiliari oggetto della stessa seguono la disciplina già delineata in sede di redazione del Regolamento ‘Emittenti’ della CONSOB.

<sup>50</sup> Il modello strutturato di OICR detto “*Master-Feeder*” è disciplinato nel Capo VIII “Strutture *Master-Feeder*” della Direttiva 2001/108/CE che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), con riguardo agli investimenti OICVM”. Tale previsione nasce per risolvere il problema emerso dalla precedente normativa, in quanto si prevedeva un limite del 10% per investimenti in altri OICVM stessi. Anziché, dunque, definire semplicemente il divieto di strutturazione di fondi a cascata, il legislatore, conscio dell’evoluzione finanziaria, ha optato nel riconoscimento normativo di tale modello al fine di aumentare la tutela degli investitori.

La mole di innovazioni normative apportate dalla UCITS IV si è riversata nel maggio 2012, al momento del tardivo recepimento in Italia, nel Decreto legislativo n. 47/2012 apportante modifiche al TUF.

Inoltre, nel medesimo mese, è stato necessario per Banca d'Italia emanare un provvedimento contenente il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, per CONSOB deliberare le modifiche al Regolamento 11971/99, 'Regolamento Emittenti', e al Regolamento 16190/2007, 'Regolamento Intermediari', ed infine unitamente per Banca d'Italia e CONSOB modificare il "Regolamento congiunto Banca d'Italia – CONSOB in materia di organizzazione e procedure degli intermediari" dell'Ottobre 2007.

Per quanto concerne ciò che è di interesse ai fini della presente tesi, si ritiene opportuno passare direttamente all'analisi della direttiva UCITS V per comprendere al meglio l'influenza esercitata su quest'ultima direttiva in ambito OICVM da parte della direttiva AIFM, unica direttiva attualmente applicabile nell'ambito dei FIA e che, come dianzi ripetuto, si limita a normare i gestori di tali fondi.

Nuovamente, e il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB e il Regolamento 'Emittenti' sono stati oggetto di modifiche da parte delle Autorità di Vigilanza suddette, al fine di recepire le novità in ambito AIFM e UCITS V.

In particolare, la delibera della CONSOB di modifica al Regolamento Emittenti si concentra sui nuovi obblighi rivolti ai soggetti depositari, incrementando il ventaglio di informazioni da fornire nell'ambito del prospetto di offerta con particolare attenzione ai conflitti di interesse che possono sussistere tra i protagonisti dell'attività di gestione collettiva del risparmio, quali il gestore, i partecipanti e il depositario stesso. Altri adempimenti informativi sono richiesti agli stessi gestori che hanno il dovere di indicare nel prospetto anche le informazioni concernenti le "*Politiche e prassi di remunerazione del personale*". In tale dominio legislativo, possiamo affermare che codeste due direttive – UCITS V e AIFMD – hanno consentito di delineare una linea unica e comune in fatto di remunerazione a livello di industria del risparmio.

Inoltre, nel documento di modifica del Regolamento ‘Emittenti’, la stessa Autorità riporta dalla direttiva stessa che la *“politica di remunerazione deve essere idonea a promuovere una sana e prudente gestione del rischio, senza incoraggiare l’assunzione di rischi non coerenti rispetto alle caratteristiche del fondo e deve, altresì, risultare in linea con le strategie e gli obiettivi prefissati nonché con le esigenze degli investitori”*. Tale disposizione è stata anche prevista in sede di modifica del Regolamento congiunto, ritenendo opportuno estendere tale previsione ai gestori di OICVM, dal momento che l’applicazione in tale ambito era stata precedentemente richiesta dal recepimento della direttiva AIFM, nonché limitatamente ai gestori di FIA.

L’influenza della direttiva AIFM è tangibile anche in altri campi disciplinati dalla Direttiva UCITS V, tanto che si potrebbe azzardare nel considerare la genesi di quest’ultima direttiva quale necessaria al fine di uniformarsi alla normativa dell’AIFMD.

La Direttiva AIFM, infatti, è caratterizzata da una peculiare generalità da cogliersi nei termini utilizzati nella declinazione dei principali articoli di identificazione di soggetto gestore, ruoli e responsabilità degli attori del settore in questione, diritti e obblighi derivati: tale struttura ha permesso di cogliere alcuni principi fondamentali – esaminati nel dettaglio successivamente – i quali godono della proprietà di essere coerentemente applicabili all’uno e all’altro OICR, dal momento che preme dare priorità alla definizione dell’attività di gestione collettiva del risparmio, la quale si identifica in termini sostanziali nel gestore stesso.

La normativa riprende come punti di attenzione, quindi, non solo l’informativa in ambito di politica retributiva dei gestori, ma anche in termini di ruoli e responsabilità dei soggetti coinvolti, in particolare il depositario (in termini di entità ammissibili, ulteriori obblighi di monitoraggio del *cash flow* del gestore, responsabilità e poteri di delega), e le sanzioni amministrative (richieste ‘effettive, proporzionate e dissuasive’).

In Italia, il recepimento della presente normativa si è manifestato attraverso l’emanazione del Decreto legislativo n. 71/2016<sup>51</sup>, il quale ha inevitabilmente apportato modifiche al TUF e che, come si constaterà in seguito, ha fissato la cornice della disciplina della gestione collettiva del risparmio di riferimento nel Testo Unico.

La Direttiva AIFM si colloca tra le due normative UCITS IV (2009) e UCITS V (2014), e precisamente nel 2011: ubicarsi nel mezzo del disordine della crisi finanziaria ha permesso a tale direttiva di raccogliere in sé soluzioni normative a fronte di esigenze manifestate in seno alla generalità dell’industria del risparmio gestito, colpito dal crollo dei mercati, da una parte, e, dall’altra, protagonista della genesi e del conseguente riconoscimento della fattispecie dei FIA.

Il legislatore, conscio dei fenomeni di instabilità economia e finanziaria, nonché dei rischi sistemici insiti nell’operatività dei mercati stessi, ha ritenuto opportuno completare la disciplina in fatto di gestione collettiva del risparmio, per tutelare anche gli investitori in fondi non armonizzati. Questi ultimi vengono identificati in via negativa rispetto a quelli “armonizzati”, ma la scelta del legislatore circa l’ambito di regolazione è stata precisamente e in modo intelligente ed efficace indirizzata verso l’ambito di chi svolgeva l’attività di gestione del Fondo, nonché il soggetto gestore che per la prima volta si deve adeguare a dettagliate previsioni di ruoli e vincoli di esercizio ed operatività riconosciute a livello di normativa primaria e di normativa secondaria. Il contributo delle Autorità preposte a dettagliare tecnicamente la disciplina primaria in ambito economico-finanziario, specificatamente in materia di risparmio gestito collettivamente, verrà declinato puntualmente in sede di analisi dell’OICR oggetto di tesi.

Per il momento, lo scopo principale del presente capitolo è inquadrare, mediante l’intera normativa in materia di gestione collettiva del risparmio, la tipologia di OICR

---

<sup>51</sup> Si legge dal Decreto “Attuazione della direttiva 2014/91/UE, recante modifica della direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), per quanto riguarda le funzioni di depositario, le politiche retributive e le sanzioni e di attuazione, limitatamente ad alcune disposizioni sanzionatorie, della direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica le direttive 2002/92/CE e 2011/61/UE”.



di interesse ai fini della presente tesi. Occorre dunque completare il quadro disciplinare analizzando in prima battuta anche la direttiva AIFM, affinché sia possibile giungere già nel presente capitolo all'identificazione del *genus* di cui il fondo di *Turnaround* è una sua *species*.

La Direttiva 2011/61/UE è stata accolta, nella sua genesi, come il risultato di un decennio di analisi riguardante soluzioni proposte nel ‘*Rapporto Lamfalussy*’<sup>52</sup> redatto dal c.d. Comitato dei Saggi istituito nel 2001 – suggerendo gli elementi primordiali

---

<sup>52</sup> Il *Rapporto Lamfalussy*, (abbreviazione di ‘*Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*’) redatto nel 2001, aveva lo scopo di individuare e colmare lacune presenti nel Sistema regolamentare europeo. Il lavoro del Comitato dei Saggi si è sostanziato nel suggerimento di un sistema normativo a quattro livelli: il primo livello è costituito dal processo legislativo che le istituzioni europee devono rispettare in conformità con il TFUE al fine di creare norme quadro e principi generali in materia di normativa del mercato; il secondo livello è quello attuativo da parte della Commissione dopo una fase di consultazione con lo *European Securities Regulators Committee* (il quale oggi chiamiamo ‘ESMA’); quest’ultimo al terzo livello ha il compito di assicurare uniformità e conformità nel recepimento delle normative a livello europeo, suggerendo interpretazioni e standard tecnici, nonché favorendo l’aggiornamento della normativa di secondo livello (in termini di tecnicismo di contenuto rispetto alla normativa primaria); l’ultimo livello è quello di supervisione dell’effettiva attuazione e delle modalità con cui la stessa viene portata avanti all’interno dei singoli Stati membri. Questo quadro è stato spesso criticato per la sua complessità e articolazione, tuttavia era un tentativo di assicurare organicità all’atto dell’applicazione normativa, poiché la mancanza di coordinamento legislativo tra Stati membri UE ha portato successivamente a disordini in sede di interventi per sedare le conseguenze nefaste della crisi finanziaria. DE LAROSIÈRE, J. (2009) e il suo Gruppo di Lavoro è partito proprio da tale Rapporto al fine di integrare alla luce della crisi quanto nel 2001 si era identificato come soluzione alla scarsa omogeneità regolamentare europea. La normativa primaria ripone sostanziale fiducia sulle Autorità competenti in ambito di disciplina secondaria, poiché hanno il compito di filtrare gli elementi tecnico – operativi che servono ai soggetti finanziari al fine di essere ‘*compliant*’ con la regolamentazione e di cogliere i *rumors* nel mercato più rapidamente di quanto il legislatore di livello primario possa fare. Le Autorità di supervisione, infatti, sono state dotate di strumenti di “*Soft Law*” – accompagnatori ed esplicativi dei principi quadro presenti del contesto di “*Hard Law*” – attraverso i quali possono penetrare più profondamente nell’operatività quotidiana e assicurare, mantenendo in sé la tecnica della “*moral suasion*”, l’uniformità normativa di secondo livello sul piano europeo. Nel contesto di regolamentazione nazionale, abbiamo parallelamente il medesimo sistema, ove un’Autorità di livello primario recepisce la normativa *hard* europea, affidando il tecnicismo (che in entrambi i casi si sostanzia in *Guidelines*, *Orientamenti*, *Raccomandazioni*, *Q&A sessions*, ecc.) alle Autorità di Vigilanza nazionali sull’onda di quanto previsto da quelle sovranazionali. Tale quadro ha permesso di godere di un filtro tecnico molto importante per gli operatori, i quali devono comprendere ciò che cambia nella loro attività quotidiana. Tuttavia, nonostante il mancato rispetto di quanto previsto in *Soft Law* potesse generare una sorta di sanzione concorrenziale dal mercato, i requisiti sempre più stringenti richiesti agli intermediari finanziari ha portato gli stessi a rispettare perlopiù previsioni di *Hard Law* di armonizzazione minima (nonché le Direttive), lasciando quindi lacune di omogeneità di operato a livello secondario. Per questo motivo ultimamente abbiamo assistito alla generazione di normative nel vesti di Direttive “*self-executing*” – una forma ibrida tra un Regolamento applicabile per quello che è e una Direttiva pura con ampi spazi di discrezionalità in termini interpretativi e applicativi – e di pacchetti normativi costituiti da un Regolamento e da una Direttiva.

dell'attuale quadro normativo europeo – ed esigenze manifestate dalla crisi di regolamentazione di quei fondi definiti ‘non-UCITS’, nonché i fondi di investimento alternativi (FIA).

In particolare, i fondi alternativi di maggiore diffusione sono fondi di fondi, *hedge funds*, fondi immobiliari alternativi, fondi di *private equity* e altre tipologie di fondi istituzionali. L'influsso normativo presente tra le Direttive UCITS fino alla quarta e all'AIFMD è caratterizzato dall'essere bidirezionale: la direttiva atta a disciplinare i gestori di fondi non armonizzati racchiude in sé i principi tramandati dalla normativa in ambito di OICVM, aggiungendo presidi disciplinari propri dell'ambito includente anche elementi degni di attenzione legislativa ma di difficile armonizzazione, ossia le varie fattispecie esistenti di fondi di investimento alternativi.

Infatti, tale direttiva offre al mercato, in generale, e al settore della gestione collettiva del risparmio, in particolare, una nuova chiave di lettura della normativa in merito, che si sostanzia nell'offerta di un piano armonizzato anche a livello di soggetto gestore, arricchendo specialmente i presidi di vigilanza su codesta attività, e nell'attribuzione agli stessi soggetti coinvolti in tale negozio giuridico ruoli e responsabilità di controllo ulteriore sull'operatività in sede di risparmio gestito.

A tal proposito, al fine di estendere la tutela dell'investitore, la direttiva ha introdotto ulteriori importanti novità normative, accanto a quelle summenzionate, in ambito di disciplina del soggetto depositario, ampliando le tipologie di operatori finanziari che possono svolgere tale attività, nonché intermediari soggetti alla regolamentazione prudenziale: la nomina dal gestore deve essere formalizzata mediante un contratto scritto e si ribadisce che i compiti attribuiti al depositario non si limitano alla custodia, ma, come verrà ripreso nella direttiva UCITS V, si estendono anche al monitoraggio del *cash flow* del fondo e il controllo sull'operatività del gestore e del fondo.

In particolare, la normativa prevede un regime autorizzativo al fine di poter svolgere l'attività di gestione di fondi di investimento alternativi subordinatamente a condizioni circa i requisiti minimi di capitale, i requisiti gestionali, i requisiti organizzativi e infine gli obblighi di trasparenza.

Inoltre, la direttiva estende l'applicazione del principio di mutuo riconoscimento anche ai gestori di FIA (c.d. 'GEFIA'), permettendo loro di godere del passaporto europeo e prevedendo come unica autorizzazione valida nel mercato europeo quella concessa dall'Autorità di Vigilanza dello Stato membro di origine del soggetto gestore, sia per l'attività di gestione sia per quella di commercializzazione<sup>53</sup>.

A tal proposito, la normativa offre delucidazioni circa il rapporto che potrebbe intercorrere tra OICVM e GEFIA: infatti, gestire un OICVM e gestire un FIA rappresentano due attività di gestione collettiva del risparmio che richiedono autorizzazione specifica, e, tuttavia, non si esclude che un gestore possa richiederle entrambe, anche in termini di commercializzazione di uno o più FIA in differenti Stati membri dell'Unione Europea.

Come le precedenti direttive, le quali sono state nel presente capitolo limitatamente affrontate in termini di collocazione temporalmente e di descrizione su un piano generale della propria cornice di interventi, anche la presente disciplina, prima di indurre le Autorità competenti nazionali a immediati interventi normativi di *compliance*, apporta modifiche agli stessi Regolamenti della normativa secondaria a livello europeo (ad esempio il Regolamento istitutivo dell'ESMA), necessarie a definire linee guida e strumenti tecnici comuni a supporto dell'armonizzazione, sia essa massima sia essa minima (come nel caso specifico, dovendo richiedersi l'uniformità a sole Direttive e non anche ai Regolamenti), sul piano nazionale.

Il recepimento nell'ordinamento italiano della AIFMD si è riversato nel Decreto legislativo n. 44/2014 *“Attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i*

---

<sup>53</sup> Dalla Direttiva che disciplina i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), leggiamo dalle definizioni che le due attività di gestione e di commercializzazioni sono differenti nella loro essenza. In particolare per “gestione” si intende “svolgere per uno o più FIA almeno le funzioni di gestione degli investimenti di cui all'allegato I, punto 1, lettera *a*) o *b*)”, nonché le funzioni minime di gestione rappresentate da ‘gestione del portafoglio’ e ‘gestione del rischio’, mentre “commercializzazione” è l'atto di “offrire o collocare direttamente o indirettamente, su iniziativa del GEFIA o per conto del GEFIA, quote o azioni di un FIA, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o con una sede legale nell'Unione”. Nonostante tali definizioni risalgano a quanto previsto da una normativa che si limita a normare gestori di FIA, per la sua portata generale quanto definito è stato poi mutuato in termini di descrizione generale delle attività tipiche di un gestore all'interno dell'ultima Direttiva sugli OICVM.

*regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010*”, apportando anch’esso importanti modifiche e integrazioni nel TUF, in particolare nella sezione dedicata alla disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Le principali integrazioni e modifiche al Testo Unico della Finanza si identificano nella ridefinizione dell’attività stessa della gestione collettiva del risparmio (art. 1, comma 1, lett. *k*), messo in chiaro all’inizio del presente capitolo), nell’estensione della disciplina relativa al soggetto depositario.

L’integrazione disciplinare di maggiore impatto, ai fini della presente tesi, è l’introduzione di nuove tipologie di forme tecniche e soggetti gestori, tra cui le Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF), fattispecie di particolare interesse per analizzare l’ontologia dell’OICR oggetto di tesi.

Prima delle integrazioni di armonizzazione all’UCITS V, i suddetti Regolamenti redatti dalle Autorità di Vigilanza nazionali sono stati modificati ai fini di ottenere un livello di *compliance*, anche sul piano della normativa secondaria nazionale, alla Direttiva concernente i GEFIA.

In particolare, i Regolamenti ‘Intermediari’ ed ‘Emittenti’ hanno subito modifiche in ambito di norme inerenti all’offerta al pubblico di quote o azioni di OICR, l’uno, e di regole di condotta nello svolgimento dell’attività di gestione collettiva del risparmio e commercializzazione di OICR, l’altro.

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio redatto da Banca d’Italia è stato ‘rielaborato’ al fine di contemplare anche le differenti tipologie di OICR, di estendere la disciplina propria del depositario e in sede di operatività transfrontaliera. Da ultimo, il Regolamento congiunto Banca d’Italia-CONSOB nel campo dell’organizzazione e del sistema dei controlli interni ed esterni nel caso specifico degli intermediari che prestano servizi di gestione collettiva del risparmio.

Tali variazioni disciplinari si condensano nel Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze n. 30/2015: in tal senso, si richiede l’attuazione dell’art. 39, TUF, attinente alla definizione dei criteri generali di determinazione degli OICR uniformemente nell’ambito della disciplina italiana.

Si è dunque reinventata la struttura e le tipologie degli OICR italiani – infatti lo stesso decreto è intitolato “*Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani*”.

Ai fini della disamina delle caratteristiche ontologiche della fattispecie di OICR ai fini di completare l'analisi della *species* di fondo di *Turnaround*, si procede con la discussione della disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio in Italia focalizzandoci sulle caratteristiche principali delle varie forme tecniche.

## **2. Identificazione e definizione delle differenti fattispecie di OICR**

La differenziazione tra OICR a livello macro, nonostante nel tempo siano emersi dalla dottrina esclusivamente punti di contatto piuttosto che di distanza, si sostanzia nella previsione di due forme tecniche: forma contrattuale e forma statutaria<sup>54</sup>.

Nella prima, si definisce un contratto, un negozio giuridico che lega il soggetto gestore ai partecipanti al fondo, diviso in quote e per il quale è prevista la stesura di un Regolamento ove si descrive la politica di investimento (OICR contrattuale).

La seconda forma tecnica, invece, è caratterizzata dal fatto che il gestore non è esterno rispetto al fondo stesso, in termini di identificazione del fondo come capitale formato da azioni che quindi permettono ai partecipanti di essere veri e propri soci. La politica di investimento è esplicitata nello Statuto stesso della società gestore – alla stregua di un negozio giuridico, anch'esso (OICR statutario o societario).

---

<sup>54</sup> La forma di ‘*unit trust*’ non è in questa sede considerata dal momento che nella nostra disciplina tale forma tecnica ha una diffusione pressoché nulla. Infatti è la stessa Direttiva UCITS IV che enuncia le diverse tipologie di costituzione di un fondo considerando che la scelta deve essere conforme all'ordinamento nazionale. Si legge infatti all'art. 1, comma 3, “Conformemente al diritto nazionale, gli organismi di cui al paragrafo 2 possono assumere la forma contrattuale (fondo comune di investimento, gestito da una società di gestione) o di «*trust*» («*unit trust*») oppure la forma statutaria (società di investimento)”.

In entrambi è opportuno puntualizzare che non vi è in nessun modo commistione tra patrimoni, la cui gestione è appunto separata, e che il fondo da gestire in entrambe le forme è un'entità 'acefala', nonché priva di personalità giuridica<sup>55</sup>: ciò implica che la società di gestione è obbligata a specificare, ogni qualvolta svolga un'attività, se agisce per conto proprio o per conto del fondo.

La definizione di "apertura" e "chiusura" di un OICR dipende dalla scelta tra necessariamente alternativa un patrimonio da gestire caratterizzato da variabilità o da fissità, in termini di numero di quote / azioni costituenti lo stesso: la prima infatti è funzione della frequenza del rimborso prevista da regolamento / statuto, la quale discende dalla previsione stessa del rimborso che assume la veste di un vero e proprio diritto che l'investitore può far valere; la seconda è definita spesso in via negativa, nonché complementare rispetto all'apertura. La forma aperta, inoltre, implica la variabilità del capitale da gestire con emissioni e rimborsi in via continua, al contrario di quella chiusa per la quale il capitale separato è fisso e non implica la statuizione di condizioni di frequenza di rimborsi.

---

<sup>55</sup> L'argomentazione dell'assenza di personalità giuridica del fondo comune di investimento, o, generalmente parlando, del patrimonio che il soggetto gestore è stato incaricato di gestire, è molto dibattuta all'interno della dottrina, che sembra non convincersi a pieno di tale statuizione. Tuttavia, la giurisprudenza ha continuato sul filone del carattere 'acefalo' peculiare del fondo (cfr. la sentenza n. 7232/2016 (R.G. 19175/2012), pubblicata il 10 giugno 2016 dal Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di impresa B). La Corte di Cassazione inoltre è stata chiara nell'asserire che: "i fondi comuni di investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse del fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato legalmente alla suindicata società di gestione" (sentenza n. 16605/2010). Inoltre, si è 'attivato' anche un percorso di adeguamento e aggiornamento conseguente a tal riguardo: infatti, il TUF, in conseguenza di tale sentenza, ha subito alcune modifiche e integrazioni al fine di rendere ancora più chiari alcuni concetti. A tal proposito, ribadisce la responsabilità limitata del fondo per le obbligazioni di competenza (art. 36, comma 6, TUF a seguito del d.l.78/2010, convertito nella legge 122/2010) e introduce un nuovo comma a supporto, art. 57 TUF, comma 6-bis, (a seguito dell'emanazione del d.lgs. 47/2012) circa la crisi dei fondi comuni di investimento, lasciando tuttavia un velo di ambiguità circa la loro "acquisizione di soggettività" in tale contesto. Inoltre, come puntualizza a ragione FERRI JR, G. (2015), "il fondo comune, e proprio in quanto sprovvisto di soggettività giuridica, risulta inidoneo ad assumere la posizione di titolare di situazioni giuridiche soggettive, tanto attive quanto passive: quella di gestione è infatti una attività svolta dalla società bensì *per conto del fondo*, e cioè nell'interesse dei suoi partecipanti, ma pur sempre *in nome proprio*, con la conseguenza che la titolarità tanto dei diritti acquistati, quanto degli obblighi assunti (come pure della relativa responsabilità) nel corso della gestione deve riferirsi, in via esclusiva, alla medesima società".

Un'altra scelta in sede di decisione circa la modalità di costituzione di un OICR statutario è riflessa nella possibilità di svolgere l'attività stessa di gestione al proprio interno da parte del gestore – quindi “autogestione” – piuttosto che affidarla ad un gestore esterno (“eterogestione”) considerando le implicazioni normative a livello di tutela per gli investitori del fondo, nonché scegliendo, in termini di *trade-off*, la “strategia” costitutiva migliore in sede di analisi di diritti e obbligazioni nei differenti casi.

In prima analisi, possiamo delineare un seppur precoce contorno di definizione dell'OICR oggetto di tesi, avvalendosi per il momento dell'elemento dell'obiettivo dell'investimento – nonché l'operazione di *restructuring* – caratterizzato da una sostanziale difficoltà che richiede una solida disciplina sottostante e un perimetro di azione all'interno del mercato bene specificato e che richiede, quindi, stabilità patrimoniale: ad avviso di chi scrive, pare corretto affermare, seppur prematuramente, che l'OICR di interesse ai fini della presente tesi potrebbe essere costituito in forma statutaria, chiusa, sotto la disciplina AIFMD<sup>56</sup>.

A tal riguardo, dunque, si enuncia l'art. 1 TUF, comma 1, lett. k) per la puntuale definizione di Oicr: “*Organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul*

---

<sup>56</sup> Al fine di attribuire l'attività in autogestione o eterogestione rimandiamo il dettaglio al capitolo successivo, ove esamineremo vantaggi e vincoli in entrambi i casi, per arrivare, con maggiori spunti di riflessione, ad una logica conclusione. Ci limiteremmo, infatti, a puntualizzare tali modalità di gestione in sede di descrizione delle due funzione in cui può essere declinata l'attività degli amministratori in ambito OICR: essi si occupano degli aspetti organizzativi della società in quanto società di capitali creando valore per gli *stakeholders*, da un lato, mentre dall'altro gestiscono i singoli comparti o patrimoni investiti, creando valore per i soli partecipanti, quindi agendo come società gestore dell'OICR. La variabile indipendente su cui basare la nostra analisi è dunque il rapporto che insiste tra investitori e gestore. Nel caso di autogestione gli investitori si rivolgono alla società di gestione che pongono in essere le attività summenzionate in un *unicum* operativo, nel secondo caso, invece, “l'OICR statutario (...) risulta, infatti, mero destinatario degli effetti delle operazioni compiute, che competono in via esclusiva al soggetto esterno” – ANNUNZIATA, F. (2017).

*patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata*<sup>57</sup>.

In dottrina si suggerisce una chiave di lettura interessante: l'autore, infatti, propone l'analisi ontologica dell'OICR considerandone elementi fondanti l'identificazione, detti 'centri di interesse'<sup>58</sup>, che possono identificarsi nelle variabili indipendenti di cui l'organismo è funzione.

Tali variabili sono il patrimonio da gestire, la pluralità – nonché collettività – degli investitori da cui raccogliere il risparmio, la gestione in monte ed in autonomia e la politica di investimento predeterminata – ci si avvale della facoltà di attribuire ulteriore importanza, in ottica contributiva, anche una quarta variabile per tale funzione.

Si sceglierà una logica esplicativa di tali variabili rispettando i fattori costituenti sequenzialmente l'attività stessa di gestione collettiva del risparmio.

## 2.1 L'attività di gestione collettiva del risparmio e la 'platea degli investitori'

A livello nazionale invece, la normativa di riferimento è quella definita nel Titolo III del TUF '*Gestione collettiva del risparmio*' dall'art. 32-*quater* all'art. 50-*quinquies*.

---

<sup>57</sup> A tal riguardo, pare doveroso puntualizzare quanto previsto dalle Linee Guida ESMA, poiché ciò sarà ricorrente nella declinazione puntuale dei fattori caratterizzanti la definizione di OICR stesso. In tale documento, si predispose che "l'organismo è un organismo di investimento collettivo, menzionato all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva GEFIA" – si precisa che in tutti i casi a tale previsione si attribuisce senza pericolo di errore il carattere della generalità da applicarsi dunque a tutti gli OICR – se sussistono contemporaneamente tre peculiarità quali "(a) l'organismo non ha uno *scopo commerciale o industriale generale*; (b) l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un *rendimento aggregato* per detti investitori e (c) i detentori di quote o gli azionisti di un organismo - in qualità di gruppo collettivo - non hanno *discrezionalità o un controllo su base giornaliera*. Il fatto che a uno o più, ma non a tutti i detentori di quote o gli azionisti menzionati, vengano concessi una *discrezionalità o un controllo su base giornaliera* non dovrebbe essere considerato come dimostrazione che l'organismo non è un organismo di investimento collettivo".

<sup>58</sup> Si fa riferimento a quanto sinteticamente ed efficacemente GIUDICI, P. (2016) asserisce: egli infatti individua tre fattori *pivot*, definiti centri di interesse, quali gli OICR gestiti, l'integrità del mercato ed i partecipanti al patrimonio gestito collettivamente. Tale denominazione è utilizzata nel presente lavoro per individuare quelli che consideriamo gli elementi ontologici degli OICR.



La precedente categorizzazione degli OICR nella normativa italiana (fondi comuni aperti e chiusi, fondi speculativi e fondi riservati) è stata sostituita con l'intervento del D.M. 30/2015<sup>59</sup>, testé citato (e richiamato nel seguente capitolo quale "Decreto MEF"), in sede di recepimento della AIFMD: si parla più precisamente di OICVM italiani, FIA italiani aperti e chiusi, FIA italiani immobiliari, FIA italiani riservati<sup>60</sup> e OICR garantiti<sup>61</sup>.

Nel settore di riferimento della presente tesi, la gestione collettiva del risparmio si sostanzia nelle seguenti attività: promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, amministrazione dei rapporti con i partecipanti, gestione del patrimonio di OICR investendolo in strumenti finanziari, crediti, o altri valori mobili o beni immobili<sup>62</sup>.

Proseguendo nella disamina dei fattori essenziali per un OICR mediante l'analisi tecnica condotta a livello secondario di quanto previsto dalla normativa primaria, le *Guidelines* ESMA precisano che per definirsi un soggetto finanziario OICR occorre il

---

<sup>59</sup> "Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani" in Gazzetta Ufficiale.

<sup>60</sup> "A differenza dei tradizionali fondi comuni di investimento, i fondi riservati sono strumenti la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati e specificati al momento dell'emissione" (ASSOGESTIONI).

<sup>61</sup> La scelta di esplicitare esclusivamente il recepimento della Direttiva in Italia e quindi la categorizzazione limitatamente degli OICR nel nostro Paese è giustificata dal fatto che la normativa che nel concreto consideriamo e considereremo nella definizione dell'OICR oggetto tesi. Si riteneva quindi giusto elevare tali tipologie, le quali, in ogni caso, mantengono la loro portata generale contestualizzabile anche a livello europeo. In particolare, dalle definizioni all'art. 1 del TUF, deduciamo che l'OICVM è "il fondo comune di investimento e la Sicav rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE" (lett. *m*) – definizione che non varierà in sede di recepimento UCITS V – il FIA, invece, è "il fondo comune di investimento, Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE" (lett. *m-ter*). La riservatezza dipende dai partecipanti al fondo in quanto investitori professionali 'ex MIFID II' o in quanto sottoscrittori di quote o azioni per un valore non inferiore a €500.000, mentre gli OICR garantiti sono quei fondi che garantiscono appunto la restituzione del capitale investito o, alternativamente, il riconoscimento di un rendimento minimo.

<sup>62</sup> Nel TUF si legge chiaramente all'art. 1, comma 1, lett. *n*) che la gestione collettiva del risparmio è "il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi", sottolineando nuovamente il principio di *risk sharing* precedentemente definito. L'unione di codeste due attività è la base per legare tra loro i differenti servizi che il gestore può svolgere in quanto tale.

possesso contemporaneo di diverse caratteristiche, quali l'assenza di uno scopo commerciale o industriale (*ergo*, riprendendo l'elemento della 'finanziarietà' dell'attività di gestione collettiva del risparmio, la cui definizione dipende dunque dalle modalità e dallo scopo per i quali è svolta), l'investimento del capitale raccolto al fine di favorire la genesi del c.d. 'rendimento aggregato' per gli investitori<sup>63</sup>, l'assenza di discrezionalità e controllo giornaliero sull'operato del gestore da parte degli investitori in qualità di singoli e di collettività (tale peculiarità verrà precisata successivamente in sede di disamina del carattere dell'autonomia). La normativa nazionale all'interno del TUF precisa, inoltre, le condizioni secondo le quali tale attività può essere svolta.

All'art. 32-*quater* del TUF si delinea la "Riserva di attività", nonché la condizione del regime autorizzativo a cui subordinarsi necessaria affinché l'attività di gestione collettiva del risparmio possa essere esercitata sotto il controllo dell'Autorità di Vigilanza a tutela dell'investitore.

L'articolo suddetto recita al comma 1 quanto segue: "*L'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo*".

E' immediato comprendere il perimetro di applicazione della disposizione di riserva di attività: tale condizione è funzione della territorialità dell'esercizio di gestione del risparmio collettivo, ossia quando l'attività è svolta all'interno del mercato UE ove il destinatario è l'investitore europeo.

Tuttavia il legislatore, il quale considera l'attività alla stregua del servizio, è stato attento a precisare che l'autorizzazione all'esercizio della gestione collettiva del

---

<sup>63</sup> Dagli Orientamenti ESMA "sui concetti chiave della direttiva GEFIA", nonché le *guidelines* di riferimento nell'analisi degli OICR a supporto della disciplina nazionale, si legge chiaramente che "il rendimento generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita di beni di investimento - comprese le attività finalizzate a ottimizzare o aumentare il valore di tali beni - a prescindere dal fatto che siano previsti rendimenti differenziati per gli investitori, quali quelli assicurati da una politica di dividendi personalizzati". Per il dettaglio del presente concetto e della sua applicazione in sede di costituzione del regolamento del fondo si rimanda al capitolo terzo.

risparmio è subordinata alla professionalità che ne deve connotare l'esercizio. Tale elemento distintivo, se non specificato diversamente per l'attività di gestione collettiva del risparmio, potrebbe condurre alla mente quanto previsto dall'art. 2082, c.c. che disciplina l'attività imprenditoriale<sup>64</sup>, secondo il quale la professionalità connota l'attività imprenditoriale quale costante e sistematica, nonché non occasionale.

Poiché si è *supra* specificato che lo scopo dell'attività non è né commerciale né industriale, la normativa di dettaglio stessa ribadisce il concetto di professionalità, non avvalendosi della tecnica del rimando normativo – ma riprendendo di fatto il principio generale suddetto: essa stessa puntualizza che l'attività in questione è definita professionale se svolta nei confronti di una “platea” di investitori indifferenziata “in modo sistematico e non meramente occasionale”<sup>65</sup>.

Ciò che individua la condizione di professionalità è dunque un connubio di ‘ricorrenza, sistematicità e stabilità nel tempo’<sup>66</sup>, superando il requisito dell'organizzazione – spesso non sufficiente a connotare la professionalità e a garantire una sana e prudente gestione – presente nell'articolo summenzionato.

Il legislatore definisce codesta attività di gestione del risparmio collettivo anche come gestione congiunta del patrimonio e dei rischi, nonché si richiede al gestore di ottimizzare il rendimento del risparmio gestito subordinatamente al rischio sottostante l'investimento<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Si fa dunque riferimento alla definizione di imprenditore dell'art. 2082, c.c.: “E' imprenditore chi esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi”.

<sup>65</sup> Il “Regolamento OICR” di Banca d'Italia (*Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 - Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*), a tal riguardo, nell'ambito di applicazione della riserva, asserisce quanto segue: “Il servizio di gestione collettiva del risparmio è svolto con carattere di professionalità ed è, pertanto, organizzato per essere esercitato nei confronti di una platea indeterminata di soggetti in modo sistematico e non meramente occasionale” (*Sezione II – Gestione collettiva del risparmio*).

<sup>66</sup> Cfr. ANNUNZIATA, F. (2017).

<sup>67</sup> La disciplina precisa all'art. 33 TUF, comma 1 che le Società di gestione del risparmio “gestiscono il patrimonio e i rischi degli Oicr nonché amministrano e commercializzano gli Oicr gestiti”.

Secondo quanto testé affermato, inoltre, la gestione del risparmio è collettiva, in monte ed in autonomia rispetto agli interessi degli investitori. Codesti tre attributi identificativi dell'attività sono intrecciati nell'essenza stessa di quest'ultima: tale gestione è definita collettiva nei termini in cui la si vuole tenere distinta da un tipico servizio prestato dagli *asset managers* in sede di gestione del portafoglio individuale, secondo logiche di soddisfacimento dell'interesse del singolo investitore nel rispetto del proprio “profilo rischio-rendimento” e non facendo affidamento su alcun tipo di ‘clusterizzazione’ della clientela<sup>68</sup>.

Ebbene, non si richiede al gestore di svolgere la propria attività seguendo singole indicazioni di investitori individuali, bensì di attirare platee di risparmiatori – molto spesso in funzione di interessi comuni in termini di modalità e oggetto di investimento – al fine di raccogliere masse di capitali per la costituzione di un patrimonio da gestire secondo quella che la norma definisce ‘politica di investimento predeterminata’ e che analizzeremo singolarmente in tutti i suoi aspetti in seguito.

La collettività in questione è inevitabilmente legata all'essenza di tale gestione di essere in monte: sia che tale servizio venga prestato in termini di interessi specializzati, sia che esso venga esercitato in monte, la logica comune risiede nel principio di diversificazione dell'investimento stesso al fine di ridurre i rischi al minimo nel rispetto del principio del ‘*risk sharing*’.

E' la modalità propria della gestione collettiva a renderla differente dalla gestione di portafogli individuali – anche in termini di minori costi di gestione: ciò comporta un rapporto uno (il singolo gestore) a ‘enne’ (clienti), più standardizzato e meno personalizzato, portando inevitabilmente ad una limitazione importante per gli

---

<sup>68</sup> In conformità con la MIFID, la clientela veniva suddivisa in *retail* e qualificata, con evidenti lacune di ‘clusterizzazione’. In soccorso è giunta la direttiva MIFID II che ha tripartito la clientela (clienti al dettaglio o *retail*, clienti professionali e controparti qualificate). L'investitore ha anche la facoltà di scegliere, qualora non ne fosse rientrato di diritto, la fascia nella quale essere considerando, consapevole chiaramente delle differenti scale di tutela a presidio. Tuttavia, rimane a chi presta il servizio di investimento la decisione finale di continuare l'operazione o meno, nonostante il cliente, nell'eventualità non potesse intraprendere tale operazione per motivi di inadeguatezza, insistesse affinché il rapporto vada a buon fine.

investitori in termini di intervento non concesso loro al fine di esercitare un potere decisorio in sede di scelte politiche di investimento<sup>69</sup>.

Nella *species* oggetto di tesi, tuttavia, si vedrà come codeste limitazioni possono essere smussate al fine di perseguire nella maniera più efficace possibile l'obiettivo di ristrutturazione di impresa: ciò richiede certamente una struttura solida maggiormente garantita, secondo il modesto parere di chi argomenta, da una forma societaria, piuttosto che contrattuale per l'OICR in questione.

Sarebbe possibile, dunque, ammettere eccezionali ingerenze da parte dei soci-investitori, intercettati tra quelli definiti professionali<sup>70</sup>, proprio perché eventuali decisioni fondamentali per il perseguimento del fine summenzionato potrebbero necessitare, per essere intraprese, specifici *background* di esperienza accumulati da codeste tipologie di investitori che possono contribuire attivamente all'operazione di *Turnaround*. Tutto ciò non deve chiaramente ostacolare l'attività stessa di gestione collettiva in monte ed in autonomia, altrimenti risulterebbe privo di utilità qualsiasi tentativo di definizione di OICR.

Tale modalità di gestione in monte genera l'autonomia di codesta attività rispetto all'interesse dei singoli investitori, nonché in assenza da qualunque tipo di ingerenza vincolante di questi ultimi.

---

<sup>69</sup> La disciplina del conflitto di interesse rientra anche all'interno della normativa prevista dalla AIFMD, che prevede ancora l'eliminazione del conflitto stesso, mentre in MIFID II tale obbligo di affievolisce consentendo la gestione di tale rischio. Tuttavia, la direttiva stessa, conscia della difficoltà dell'eliminazione dell'evento rischioso, oltre a prevedere all'art. 14 che il GEFIA deve dotarsi di una struttura organizzativa atta a limitare la possibilità di contemplare in sé situazioni di conflitto di interessi, predispose che “*quando le modalità organizzative adottate dal GEFIA per individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse non bastano a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, il GEFIA informa chiaramente gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabora politiche e procedure adeguate*”. Pertanto, è possibile prevedere nel regolamento / statuto degli Organismi come ad esempio dei comitati, esclusivamente consuntivi, ma che intervengono nelle decisioni circa fatti finanziari che possono contenere in sé il seme del conflitto di interesse – chiaramente tale previsione deve essere in via prioritaria coerente e rispettosa del principio dell'autonomia gestionale del soggetto gestore.

<sup>70</sup> Si è considerati clienti / investitori professionali (secondo quanto espresso dalla CONSOB in recepimento della MIFID II), qualora si rispettino almeno due dei seguenti requisiti: svolgimento frequente di operazioni finanziarie, esercizio della propria attività nel settore dei servizi di investimento – nonché si è in possesso di un notevole bagaglio esperienziale e conoscitivo in tale ambito tale da poter sopportare anche elevati rischi soprattutto in termini di liquidità – e possesso di un ampio portafoglio.

Tuttavia, occorre precisare che tale esclusione dell'interesse individuale in seno alla gestione non significa che gli investitori siano privati di singolare tutela: l'impianto normativo in materia di gestione collettiva del risparmio è cristallino nel definire l'operato dei gestori, siano essi SGR, SICAV o SICAF, subordinato ai limiti di tutela dell'investitore, in quanto consumatore di prodotti del mercato finanziario, nel rispetto dei principi / obiettivi di vigilanza summenzionati.

Teorizzare ed applicare un'attività di gestione 'in monte ed in autonomia' è evidentemente una delle modalità di gestione del risparmio, per incontrare le nuove esigenze del mercato alla ricerca di diverse aree di investimento, trovando una seduta comune con quegli investitori che preferiscono contribuire con il proprio patrimonio ad un fondo comune più consistente, piuttosto che rendere redditi i propri risparmi affidandoli individualmente ad un gestore di portafogli.

La tutela dell'investitore non si sostanzia necessariamente nelle previsioni di loro atti di ingerenza o intervento nell'attività operativa di gestione, ma *ex ante* si prevedono presidi di tutela nella forma di regime autorizzativo, obblighi informativi, sistemi di controlli interni ed esterni da parte dell'Autorità di Supervisione.

Ai fini della presente indagine, sarà interessante notare come il confine tra intervento nella gestione mediante poteri decisori o di richiesta da parte dell'investitori e attività prestata in monte e in totale autonomia sia difficilmente definibile con trasparenza, come precedentemente accennato, nell'ambito particolare della fattispecie di OICR statutario: in tal caso, infatti, l'investitore acquista azioni o strumenti partecipativi del fondo, e non specificatamente quote (aspetti definiti durante fase definitoria del regolamento del fondo, che, nel caso oggetto di analisi, sarà contenuto nello statuto stesso del soggetto gestore).

Inoltre, l'inquadramento della "gestione in autonomia" sul piano ontologico è certamente più semplice per il caso di OICR statuari, poiché tale requisito è insito nella

natura stessa di “Società per Azioni” disciplinata dal diritto comune – l’attività di gestione è, difatti, affidata agli amministratori che agiscono autonomamente<sup>71</sup>.

Il collegamento al principio generale di autonomia in capo ai gestori (*recte* amministratori) nel caso di OICR contrattuale non è diretto, tuttavia è evidentemente applicabile anche a tale contesto, esattamente per la portata generale di tale concetto basilico di gestione.

Possiamo, dunque, concludere che il requisito dell’autonomia è condizione necessaria per definirsi un OICR, ma non è una peculiarità esclusiva di questi ultimi ai fini dell’identificazione della fattispecie.

Si precisa, a valle di quanto asserito, che l’autonomia di gestione non è un elemento qualificante la separatezza patrimoniale: codeste sono due circostanze a sé stanti, riguardanti, l’una, appunto, la gestione in termini di operatività quotidiana a prescindere dall’intervento nei processi decisori da parte dei partecipanti al patrimonio da gestire (sempre nel rispetto del principio generale di gestione autonoma summenzionato), l’altra, l’attribuzione del patrimonio a un fondo senza commistione con il capitale sociale dell’attività che connota la ‘gestione separata’ qualificante l’attività stessa del gestore del risparmio collettivo – con importanti implicazioni dal punto di vista degli adempimenti verso creditori<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> A tal proposito, è doveroso citare l’art. 2380-*bis* c.c., “Amministrazione della società”, al fine di rendere effettivo tale collegamento alla normativa di diritto comune: “La gestione dell’impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l’attuazione dell’oggetto sociale. L’amministrazione della società può essere affidata anche a non soci. Quando l’amministrazione è affidata a più persone, queste costituiscono il consiglio di amministrazione. Se lo statuto non stabilisce il numero degli amministratori, ma ne indica solamente un numero massimo e minimo, la determinazione spetta all’assemblea. Il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi componenti il presidente, se questi non è nominato dall’assemblea”.

<sup>72</sup> Il patrimonio costituitosi è autonomo nonché distinto rispetto al capitale della società e qualunque altro patrimonio gestito. Per tale ragione, la società risponde limitatamente al proprio capitale alle obbligazioni contratte per proprio conto, con il patrimonio del fondo quando quest’ultima assume posizione da debitrice per conto del fondo stesso. Dalla disciplina fallimentare, infatti, all’art. 148 della disciplina fallimentare leggiamo in termini di principio generale applicabile anche al nostro caso di specie, che “Il patrimonio della società e quello dei singoli soci sono tenuti distinti”.

Per ragioni di compiutezza, si prosegue con l'analisi degli elementi identificativi generali dell'OICR per filtrare quelle peculiarità specifiche dell'organismo oggetto di analisi.

## 2.2 Il patrimonio da gestire e la politica di investimento predeterminata (cenni e rinvio)

Fattori strettamente collegati quali il patrimonio da gestire e la platea di investitori possono essere congiuntamente oggetto di riflessione: il patrimonio, infatti, può essere composto da conferimenti in denaro e/o in natura ed è raccolto presso gli investitori considerati la collettività<sup>73</sup> i cui interessi muovono la sana e prudente gestione da parte del soggetto gestore.

L'offerta di quote / azioni dell'OICR, a tratti definibile *'reverse solicitation'*<sup>74</sup>, è stata ampiamente modificata nell'ultima direttiva UCITS V a completamento del percorso

---

<sup>73</sup> Le Linee Guida ESMA rimangono sostanzialmente sotto la veste della generalità, quando affrontano l'argomento della "raccolta del capitale". Si prevede, infatti, ai paragrafi 13 e 14, rispettivamente, che "l'attività commerciale che consiste nel compiere azioni dirette o indirette da parte di un organismo o di una persona o un ente che agiscono a suo nome (tipicamente, il GEFIA) al fine di assicurare il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale da parte di uno o più investitori verso l'organismo, allo scopo di investirlo nel rispetto di una politica d'investimento predeterminata, dovrebbe essere considerata equivalente all'attività della raccolta di capitale menzionata all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto i), della direttiva GEFIA" – ossia l'attività dei FIA in quanto OICR che "raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori" – e che "è irrilevante se: (a) l'attività abbia luogo solo una volta, in diverse occasioni oppure su base regolare; (b) il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale assuma la forma di sottoscrizioni in contanti o in natura".

<sup>74</sup> ANNUNZIATA, F. (2017) precisa che la *"reverse solicitation o reverse enquiry* non è, peraltro, specificatamente disciplinata nel sistema italiano. In altri ordinamenti, di contro, sì". Lo stesso autore fa riferimento inoltre a quanto previsto in sede di FAQ pubblicate dalla *Commission de Surveillance du Secteur Financier* ("CSSF"). L'Autorità, nel rispondere al Quesito n. 21, lett. i) *"What does reverse solicitation consist in?"* e lett. j) *"Is reverse solicitation to be considered as marketing within the meaning of the AIFMD?"*, puntualizza quanto segue: *"Reverse solicitation consists in providing information regarding an AIF and making units or shares of that AIF available for purchase to a potential investor following an initiative of that investor (or an agent of that investor) without any solicitation made by the AIF or its AIFM (or an intermediary acting on their behalf) in relation to the relevant AIF"*. La risposta negativa al secondo quesito, di contro, è motivata solamente nel caso in cui sussistano due condizioni (dette *'cumulative components'*) previste nella risposta al Quesito n. 21.k), *"(…) the investor (or an agent of the investor) has approached the AIFM or the AIF on its own initiative with the intention of investing in (or, initially, receiving information regarding) AIF(s) managed by such AIFM; neither the AIFM, nor*



di integrazione degli obblighi informativi da parte del gestore collettivo verso gli investitori nella direttiva AIFM<sup>75</sup>.

Difatti, sono state normate forme di OICR (in forma chiusa o riservati a investitori professionali) a cui la disciplina dell'offerta pubblica non si può applicare e per la quale ha dovuto sopperire la stessa Direttiva AIFM (come vedremo più in dettaglio nei successivi capitoli).

Al fine di evitare ambiguità nell'identificazione del pubblico di investitori, a partire dalla normativa AIFMD e seguenti si preferisce parlare di 'pluralità' o 'platea' di investitori<sup>76</sup>. Dalle Linee Guida ESMA il soddisfacimento di codesta condizione è

---

*the AIF (nor any intermediary acting on their behalf) has solicited the investor to invest in the relevant AIF*".

<sup>75</sup> Nel Documento di Consultazione CONSOB datato 01/06/2016 "*Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio - Recepimento della direttiva 2014/91/UE (UCITS V) e ulteriori interventi di modifica*" si specifica che "è stato modificato il comma 1 dell'art. 26 al fine di prevedere l'obbligo di inserire le informazioni previste dal Regolamento (UE) 2015/2365 in un'appendice al prospetto d'offerta di FIA chiusi". Andando dunque ad analizzare quanto previsto dalla versione aggiornata del Regolamento Emittenti CONSOB all'articolo su citato, possiamo individuare con chiarezza cosa si prevede esattamente per obblighi informativi: "Gli offerenti inseriscono le informazioni di cui all'articolo 23, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2011/61/UE e le informazioni di cui all'articolo 14 del Regolamento (UE) 2015/2365 e della sezione B dell'Allegato al medesimo Regolamento, non contenute nel prospetto, in un'apposita appendice allo stesso allegata, resa pubblica secondo le modalità e la tempistica previste per il prospetto". Più precisamente, quindi, dal Regolamento 2015/2365/UE "sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012" deduciamo all'art. 14 che tali obblighi consistono in un prospetto degli OICVM (di cui all'articolo 69 della direttiva 2009/65/CE) e nell'informazione dei GEFIA agli investitori (di cui all'articolo 23, paragrafi 1 e 3, della direttiva 2011/61/UE) che "specificano le *SFT* e i *total return swap* che le società di gestione degli OICVM o le società di investimento OICVM e i GEFIA sono rispettivamente autorizzati a utilizzare", includendo "una dichiarazione chiara che sono utilizzate tali operazioni e strumenti". I contenuti di tale informativa sono declinati nell'Allegato B del medesimo Regolamento, come *supra* enunciato.

<sup>76</sup> Denominazioni presenti, rispettivamente, nell'art. 1, comma 1, lett. *k*), TUF, il quale definisce gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (e oggetto di dettaglio nella presente tesi al fine di identificare gli aspetti ontologici di un OICR come *genus*), mutuata dalle Linee Guida ESMA le quali riprendono chiaramente quanto previsto dalla AIFMD, e nel "Regolamento OICR" di Banca d'Italia, precisamente nella descrizione dell'ambito di applicazione della riserva, ove si definisce l'attività di gestione collettiva del risparmio destinata a "una platea indeterminata di soggetti". In altre sedi si parla anche di 'pubblico', in particolare nella Direttiva UCITS, mantenendo quindi la distinzione anche nella terminologia tra un modello più strutturato di OICR (gli UCITS, appunto) e uno più flessibile dal punto di vista disciplinari (nonché tutto ciò che è alternativo ad un OICVM).

subordinato all'assenza di divieto di raccolta da tale pluralità se prevista dall'ordinamento nazionale (ossia, in via negativa)<sup>77</sup>.

Una volta raccolte, le suddette quote o azioni costituiscono il patrimonio da gestire, a seconda che si tratti di fondi comuni di investimento o di SICAV / SICAF, rispettivamente.

A questo punto dell'analisi, secondo quanto verrà approfondito in seguito, è da ritenersi modestamente opportuno precisare che, per la delicatezza della questione dei crediti deteriorati e del loro mercato e da un prima disamina della fattispecie stessa di OICR e delle varie tipologie, si potrebbe confermare senza indugio la scelta nel privilegiare la forma di OICR statutario, al fine di giovare di una robusta e chiara disciplina comune nazionale a sostegno di quella speciale.

Limitandoci dunque a SICAV / SICAF, le azioni costituenti il patrimonio sono nominative o al portatore, condizione stabilita dallo statuto della società gestore, sotto la supervisione di Banca d'Italia, sentita la CONSOB<sup>78</sup>.

Una volta costituitosi, il patrimonio separatamente gestito è necessariamente investito nell'interesse degli investitori<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> Dalle *Guidelines* ESMA in materia di AIFMD, infatti, si legge, al paragrafo 18 degli Orientamenti in ambito di "pluralità degli investitori", che "un organismo, cui il diritto nazionale, le norme o i documenti costitutivi oppure qualsiasi altra disposizione o altro accordo dal carattere giuridicamente vincolante, vietino la raccolta di capitale da uno o più investitori, dovrebbe essere considerato come un organismo che raccoglie capitale da una pluralità di investitori (...), della direttiva GEFIA se l'unico investitore: (a) investe capitale che è stato raccolto da una o più persone giuridiche o fisiche con lo scopo di investirlo a beneficio di dette persone; e (b) rappresenta un accordo o una struttura che in totale abbia più di un investitore ai sensi della direttiva GEFIA". L'Autorità stessa fornisce come esempio per questo caso la struttura di "master-feeder", nonché fondi a cascata – definita precedentemente.

<sup>78</sup> Cfr. artt. 35-*quater* e 35-*quinquies*, TUF, circa il "Capitale e le azioni" rispettivamente di SICAV e SICAF.

<sup>79</sup> Al paragrafo 12 delle Linee Guida ESMA leggiamo, tra i fattori che caratterizzano un OICR, che "l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un *rendimento aggregato* per detti investitori". In recepimento di ciò, il "Regolamento OICR" di Banca d'Italia precisa, nel declinare quanto previsto in ambito dell'applicazione dell'attività riservata in sede di spiegazione del profilo della gestione del patrimonio, quanto segue: "il servizio di gestione si connota principalmente per la finalità di valorizzare un dato patrimonio, perseguita mediante il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento e disinvestimento dei beni in cui è investito il patrimonio".

Le modalità di investimento sono esplicitate all'interno dello statuto, specificatamente nella sezione dedicata alla politica di investimento predeterminata – ultimo elemento identificativo dell'OICR<sup>80</sup>.

Tale politica è denominata appunto 'di investimento' essendo la stessa rappresentativa del dettaglio delle strategie e delle scelte di impiego del patrimonio raccolto e gestito, ed è inoltre predeterminata perché stabilita *ex ante* o al più nel momento del perfezionamento dell'operazione di creazione dell'OICR, quindi vincolante per la sua natura di essere strutturale negli elementi che designa per descrivere la strategia di investimento.

La stessa è chiaramente influenzata dalla forma aperta o chiusa che l'OICR assume, viste le implicazioni a livello di consistenza del patrimonio raccolto da gestire, e a sua volta influenza la forma stessa in sede di individuazione di mercati in cui investire.

La rigidità di tale politica non implica la non modificabilità della stessa, ma, d'altra parte, è dipendente dal documento richiesto in base alla tipologia di OICR e condiviso con gli investitori al momento della scelta di conferire patrimonio allo stesso.

Nel caso di specie, codesta politica si esplica nello statuto, *ergo* è possibile applicare – nella misura in cui non vi siano implicazioni in termini di violazione del principio di autonomia alla gestione operativa da parte degli investitori-soci – la disciplina del diritto comune nazionale in sede di modifica dello stesso<sup>81</sup>.

La vincolatività è facilmente individuabile anche nel fatto che, non essendo esplicitamente prevista una forma che caratterizzi il documento contenente da politica

---

<sup>80</sup> In questa sede ci si limiterà ad accennare tale requisito e si rimanda ai capitoli successivi – nell'ambito di delineamento della disciplina specifica dell'OICR oggetto di tesi – per una disamina più dettagliata dei contenuti richiesti al suo interno, che essa merita per la peculiarità di essere condizione identificativa l'OICR.

<sup>81</sup> Cfr. art. 2365, c.c., 'Assemblea straordinaria': "L'assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dello statuto, sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia espressamente attribuita dalla legge alla sua competenza. Fermo quanto disposto dagli articoli 2420-ter e 2443, lo statuto può attribuire alla competenza dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza o del consiglio di gestione le deliberazioni concernenti la fusione nei casi previsti dagli articoli 2505 e 2505-bis, l'istituzione o la soppressione di sedi secondarie, la indicazione di quali tra gli amministratori hanno la rappresentanza della società, la riduzione del capitale in caso di recesso del socio, gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative, il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale. Si applica in ogni caso l'articolo 2436".

di investimento, nel caso di specie essa non può che assumere sostanzialmente la forma scritta perché dettagliata nello statuto del soggetto gestore.

Essendo l'investimento dell'OICR oggetto di tesi improntato necessariamente su una strategia di *restructuring*, i singoli elementi costitutivi di tale politica di investimento saranno declinati in dettaglio nel terzo capitolo, sede in cui si esplicherà lo statuto dell'organismo.

### **3. Ontologia del FIA di *Turnaround*: prime conclusioni e rinvio**

Da questa disamina del fenomeno e della fattispecie finanziaria dell'OICR a carattere generale, si possono riunire alcuni degli elementi fondanti un Organismo di investimento collettivo del risparmio che opera nel mercato dei crediti secondo strategie di *Turnaround* (individuati, fino a questo momento, in maniera frammentata al fine di lasciare spazio alla descrizione della normativa che legittimasse la scelta in termini ontologici della fattispecie di OICR oggetto di tesi).

Come testé precisato, il fenomeno dei *NPLs* è di recente genesi, specialmente in ambito di gestione degli stessi, creando un mercato parallelo *ad hoc* che potesse essere di supporto alle banche in serie difficoltà patrimoniali.

Coerentemente con quanto anticipato, si preferisce dunque caratterizzare tale OICR mediante una struttura societaria che consenta, almeno sul piano disciplinare, compiutezza di trattazione e regolamentazione, al fine di avere fin dal principio chiari presidi di tutela e buon funzionamento nell'attività legata alla gestione di tali crediti deteriorati.

Inoltre, proprio in ragione del fatto che questi ultimi riguardano ristrutturazione di impresa, e quindi una definizione strategica e un apporto patrimoniale alla portata di investitori con esperienze notevolmente superiori rispetto a un cliente *retail* in codesto settore, la forma dell'OICR oggetto di analisi è quella chiusa, nonché riservata a investitori professionali definiti secondo la MIFID II.

Si può, pertanto, concludere, ribadendo che l'OICR oggetto di indagine si identifica in una SICAF<sup>82</sup>, la cui disciplina di riferimento cadrà, per ovvi motivi di scarsa liquidità dell'oggetto di investimento dovuta anche all'assenza del carattere di quotazione in un mercato (i crediti deteriorati, esattamente), all'interno del perimetro delimitato dalla direttiva AIFM.

Nel prossimo capitolo, tale disciplina verrà declinata per le parti rilevanti al fine di completare il quadro definitorio del fondo di *Turnaround*, assimilato il fatto che esso sia gestito da una SICAF quindi sia costituito in forma chiusa, onde evitare la dipendenza dal rimborso e dalla sua frequenza<sup>83</sup>, sia riservato, sia definito in termini di politica di investimento predeterminata nello statuto del soggetto gestore.

Solo in seguito all'analisi della disciplina specifica in ambito AIFM, coinvolgente anche previsioni distinte per casi di autogestione ed 'eterogestione', si finalizzerà il quadro ontologico dell'OICR oggetto di tesi, giustificando la scelta intrapresa.

Successivamente, verrà esaminato quanto previsto dalla normativa primaria nazionale, sulla scorta di quanto la normativa primaria e secondaria europea e la disciplina fornita dalle Autorità competenti italiane prevedono, in sede di dettaglio tecnico-operativo.

---

<sup>82</sup> Coerentemente anche con il successo che tale forma di OICR statutario ha in Italia, come sottolineato da molti autori citati da ANNUNZIATA, F. (2017), tra cui ASSOGESTIONI (2010). La ragione risiede anche nella cultura finanziaria italiana orientata maggiormente, anche dal punto di vista normativo, verso tipologie strutturate di intermediazione finanziaria come la forma statutaria o societaria.

<sup>83</sup> All'interno del Regolamento n. 694/2014/UE "che integra la direttiva 2011/61/UE del parlamento europeo e del consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi", si afferma all'art. 1, comma 5 che "(...) è considerato GEFIA di FIA di tipo chiuso anche il GEFIA che gestisce un FIA le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell'avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente dalle attività del FIA, trascorso un periodo iniziale di almeno cinque anni durante il quale non è prevista la possibilità di esercitare il diritto di rimborso". Pertanto, possiamo considerare un fondo come aperto qualora si preveda nel regolamento o nello statuto una frequenza di rimborso almeno annuale, al fine di differenziare da codesta previsione quinquennale del piano di rimborso previsto nei casi alternativi agli OICR chiusi. Nonostante tale predisposizione sia chiara all'interno di una direttiva che considera i gestori di fondi alternativi agli OICVM, possiamo attribuire a codesta statuizione una portata generale in termini di criterio fondamentale.

## **Capitolo Secondo**

### **Gli OICR di credito: disposizioni ontologiche in materia di *Turnaround Fund* sotto la lente della direttiva AIFM (*‘Alternative Investment Fund Managers Directive’*) e relativi recepimenti**

Dopo aver descritto il quadro normativo europeo e nazionale in materia di gestione collettiva del risparmio e delineata un'ipotesi delle caratteristiche della tipologia di OICR oggetto della presente indagine, appare opportuno procedere all'identificazione del normativa secondaria per comprendere in via sostanziale come strutturare un modello di regolamento di un organismo che si propone di sostenere operazioni di ristrutturazione di imprese in difficoltà, partendo dalla rinegoziazione della loro esposizioni debitoria e, se del caso, procedendo all'erogazione di nuova finanza (cd. *Turnaround*, come si specificherà nel terzo capitolo del presente lavoro).

Successivamente alla genesi del fenomeno UCITS e conseguenti normative in materia OICVM, l'operatività di mercato si è indirizzata verso aree alternative di impiego finanziario non solo rispetto ad un ambito armonizzato ma anche complementari tra loro e preferibilmente non soggette a vincoli normativi.

Ciò ha indotto il legislatore a focalizzarsi sulla regolamentazione di uno specifico ambito in materia di FIA, al fine di renderlo, almeno dal punto di vista normativo, omogeneo ed armonizzato, in termini di presidi di tutela a beneficio dell'investitore e degli altri operatori coinvolti.

La differenziazione è stata ed è, nel mercato considerato nella sua generalità, dipendente dalle differenti esigenze createsi nello stesso.

Disciplinare lo strumento tecnico del FIA, declinandolo nelle differenti fattispecie e tipologie, sarebbe parso, pertanto, un tentativo anodino e dispendioso, in termini di mancanza di efficienza e tempestività in sede di successiva applicazione.

Sul piano della valutazione di impatto, il legislatore non ha potuto fare altro che riconoscere l'esistenza dei fondi di investimento alternativi a quelli armonizzati, consegnando tale disciplina specifica, per i diversi aspetti, alla discrezione nazionale.

Questo margine di autonomia disciplinare ha permesso al legislatore di concentrarsi, invece, sul soggetto finanziario che avrebbe assunto il ruolo di gestore di codesti FIA. Pur nella sua apparente limitazione all'ambito non armonizzato degli OICR poiché vi comprende esclusivamente la componente della gestione, l'unicità di codesta normativa giace nella modalità di trattazione degli aspetti che essa regola: il segreto è stato aggiungervi una nota di generalità, tipica della regolazione per principi, che accompagna ogni definizione, ogni previsione, ogni predisposizione. Nonostante, infatti, essa disciplini soltanto l'aspetto della gestione in senso stretto da parte del soggetto gestore, tale direttiva ha avuto un notevole impatto anche e soprattutto in termini di identificazione stessa dell'OICR, prescindendo da qualsiasi tipo di categorizzazione<sup>84</sup>.

Nella presente indagine, proseguiremo con una disamina puntuale degli aspetti che maggiormente interessano il nostro caso di analisi, al fine di considerare le peculiarità proprie della tipologia di OICR oggetto di tesi perché funzionale alla definizione dello Statuto nel capitolo seguente.

Si farà mirato ed attento riferimento a tutti gli strumenti a servizio del "*Legem facere*", per tracciare con un compasso definitorio la definitiva materia ontologica di un FIA che si caratterizza per la sua esecutività nell'ambito delle operazioni di *Turnaround* come *supra* cennate.

Pertanto, saranno notevoli i contributi presenti all'interno dei recepimenti della Direttiva AIFM, dal momento che si sceglie di collocare l'operatività dell'OICR in questione nel territorio della Nazione.

Il riferimento costante a quanto normato dalla AIFMD ci permette di attingere alla fonte dei principi generali da essa esposti in materia di gestione collettiva del risparmio, a supporto della nostra trattazione.

---

<sup>84</sup> Tanto che, come anticipato nel precedente capitolo, il maggior contributo si riflette anche nella necessaria e conseguente integrazione di codesti principi generali in materia di gestione collettiva del risparmio anche all'interno della disciplina concernente i fondi armonizzati che, da ultima versione, si è sintetizzata nell'UCITS V.

## **1. La disciplina AIFMD: contributi europei e relativi recepimenti nazionali ed integrazioni sovranazionali**

La Direttiva AIFM (Direttiva 2011/61/UE) ha apportato intense modifiche ed integrazioni alla regolazione in materia di gestione collettiva del risparmio, mediante l’emanazione di diverse normative a supporto: in particolare, si fa riferimento a due Regolamenti e due Direttive, nonché il Regolamento (CE) n. 1060/2009, concernente le agenzie di rating del credito<sup>85</sup>, e il Regolamento (UE) n. 1095/2010 istitutivo dell’ESMA<sup>86</sup>, le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE<sup>87</sup> (l’una riguardante le attività e la supervisione degli enti pensionistici professionali e aziendali e l’altra conosciuta appunto come direttiva UCITS IV).

Pertanto saranno di nostro interesse esclusivamente quelle predisposizioni di legge che includono nell’ambito di applicazione il caso di specie, dettagliando inoltre le differenze esistenti tra la fattispecie di FIA oggetto di tesi (la cui tipologia è stata precedentemente identificata accostando all’OICR oggetto del presente lavoro peculiarità distintive quali la forma statutaria, la chiusura in termini di fissità di capitale – sintetizzandosi, dunque, in una SICAF – e la riservatezza<sup>88</sup>) e gli altri della medesima categoria intesi come FIA il cui *asset* principale di investimento si sostanzia nei crediti.

---

<sup>85</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (CE) N. 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>86</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (UE) N. 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>87</sup> Cfr. rispettivamente “DIRETTIVA 2003/41/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali” e “DIRETTIVA 2009/65/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>88</sup> Si rimanda al termine del presente capitolo la disamina dell’aspetto del regime gestionale, ossia la designazione di autogestione o eterogestione, dal momento che occorre dapprima definire aspetti prodromici alla comprensione di codesta decisione.



A tal proposito, saranno di fondamentale supporto le chiavi interpretative forniteci dalle Autorità di Vigilanza e dalle Associazioni di settore, in particolare Assogestioni. Inoltre, pur ubicando l'operatività del FIA di *Turnaround* nel territorio nazionale, è doveroso fare riferimento *in primis* alla normativa sovranazionale, al fine di cogliere quelle sfumature<sup>89</sup> che differenziano la disciplina generale armonizzata da quella prevista sul piano del singolo Stato membro.

Una disciplina europea considerata *pivot* per la nostra disamina deriva dalla scelta decisa e intelligente da parte del legislatore di produrre, *post* AIFMD, anche specifici Regolamenti su aspetti fondanti un Gestore di FIA (GEFIA) – Regolamento 231/2013 e Regolamento 694/2014, citati dianzi nel precedente capitolo<sup>90</sup> – che raccolgano in sé quegli elementi della direttiva in obbligo di transitare, a distanza di qualche anno dall'emanazione della stessa, da un regime di armonizzazione minima ad uno di armonizzazione massima. Saranno le disposizioni presenti soprattutto nei recepimenti nazionali di codesti Regolamenti il punto di avvio per la definizione della disciplina propria dei FIA di *Turnaround*.

### 1.1 *Impact Assessment* delle Autorità europee e nazionali

La scelta del legislatore di concentrare i propri sforzi mirando ad una regolamentazione armonizzata limitatamente ai GEFIA è frutto di profonde analisi 'costi - benefici', come precedentemente asserito.

---

<sup>89</sup> L'uso del sostantivo 'sfumature' non è affatto casuale: il legislatore europeo, infatti, si è guardato bene dal contemplare un argomento delicato come i FIA esclusivamente in seno allo strumento giuridico legislativo, quale la direttiva, la quale, come noto, ha come obiettivo l'armonizzazione di categoria "minima".

<sup>90</sup> Cfr., rispettivamente, "REGOLAMENTO DELEGATO (UE) N. 231/2013 DELLA COMMISSIONE del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza" e "REGOLAMENTO DELEGATO (UE) N. 694/2014 DELLA COMMISSIONE del 17 dicembre 2013 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi", in Gazzetta Ufficiale.

La valutazione d'impatto della regolamentazione<sup>91</sup> è oramai un *'must'* operativo per le Autorità di Vigilanza che hanno da tempo adottato un approccio normativo “dal basso” (c.d. *bottom-up*), in sostituzione di quello definito *top-down* (appunto, dall'alto), nell'ambito della regolamentazione<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> Nonché 'VIR', così come introdotta in Italia, sull'onda della rivoluzione europea in materia di sistemi di controlli interni ed informativa finanziaria in seguito agli scandali che coinvolsero congiuntamente società spesso quotate e le accostate società di revisione, dalla Legge 262/2005, 'Legge sul risparmio'. Successivamente saranno forniti maggiori dettagli.

<sup>92</sup> In particolare, “L'analisi dell'impatto della regolamentazione (AIR) è un percorso logico che le amministrazioni devono seguire nel corso dell'istruttoria normativa al fine di valutare l'impatto atteso delle opzioni di intervento considerate. Essa costituisce un supporto tecnico alle decisioni dell'organo politico di vertice dell'amministrazione e consiste in una analisi *ex ante* degli effetti di ipotesi di intervento normativo ricadenti sulle attività dei cittadini e delle imprese e sull'organizzazione e sul funzionamento delle pubbliche amministrazioni. I risultati dell'analisi di impatto sono contenuti in una “Relazione AIR” che, nei casi previsti dalla normativa, accompagna gli schemi di atti normativi del Governo”. Inoltre “Nel corso dell'AIR l'amministrazione svolge una analisi delle motivazioni che richiedono un intervento normativo, identifica gli obiettivi che intende perseguire, elabora e valuta una serie di opzioni (inclusa l'opzione di non intervento), con particolare attenzione agli effetti attesi su cittadini ed imprese, e motiva la scelta finale. Nel corso dell'AIR l'amministrazione svolge consultazioni con i vari *stakeholders* al fine di raccogliere dati, opinioni e suggerimenti”. Per quanto concerne la VIR, “La verifica dell'impatto regolatorio consiste nella valutazione del raggiungimento delle finalità di uno o più atti normativi, nonché nella stima degli effetti prodotti su cittadini, imprese e pubbliche amministrazioni. La finalità della VIR è, dunque, di fornire, a distanza di un certo periodo di tempo dall'introduzione di una norma, informazioni sulla sua efficacia, nonché sull'impatto concretamente prodotto sui destinatari, anche al fine di valutare possibili revisioni della regolazione in vigore. Così come per l'AIR, lo svolgimento della VIR richiede il ricorso alla consultazione dei diversi portatori di interessi, in modo da raccogliere dati e opinioni da coloro sui quali la normativa in esame ha prodotto i principali effetti”. Inoltre “Per lo svolgimento della VIR l'amministrazione elabora in primo luogo un insieme di indicatori necessari a monitorare e valutare l'efficacia dell'intervento. Nel corso della valutazione sono individuati gli eventuali scostamenti tra i risultati osservati e gli obiettivi perseguiti, nonché le relative cause, tenendo conto di fattori anche non prevedibili *ex ante*. Attraverso la VIR si identificano gli effetti “addizionali” dell'intervento, cioè quegli impatti che non si sarebbero verificati in sua assenza. La valutazione – che, coerentemente con un principio di proporzionalità dell'analisi, si concentra sui principali impatti prodotti – evidenzia in particolare: a) il grado di raggiungimento delle finalità poste a base dell'adozione dell'intervento, b) l'eventuale insorgenza di effetti non previsti e c) le principali criticità emerse. La VIR si conclude con l'individuazione di eventuali misure integrative o correttive della regolazione in vigore”. Infine non meno importante è l'analisi tecnico-normativa (ATN), la quale “verifica l'incidenza della normativa proposta sull'ordinamento giuridico vigente, dà conto della sua conformità alla Costituzione, alla disciplina comunitaria e agli obblighi internazionali, nonché dei profili attinenti al rispetto delle competenze delle regioni e delle autonomie locali e ai precedenti interventi di delegificazione. L'analisi è condotta anche alla luce della giurisprudenza rilevante esistente, sia nazionale che comunitaria, e tiene conto di eventuali giudizi pendenti sul medesimo o analogo oggetto nonché dell'eventuale esistenza di procedure d'infrazione da parte della Commissione europea. L'ATN, inoltre, dà conto anche di eventuali progetti di modifica della stessa materia già in corso di esame. L'ATN illustra altresì la correttezza delle definizioni e dei riferimenti normativi contenuti nel testo della normativa proposta, nonché delle tecniche di modificazione e abrogazione delle disposizioni vigenti, riportando eventuali soluzioni alternative prese in considerazione ed escluse. L'ATN ha altresì lo scopo di individuare l'effettiva necessità dell'intervento normativo, al fine di prevenire l'iter di eventuali atti normativi non necessari, di prevenire possibili censure

Codesta analisi di impatto, infatti, si concretizza esclusivamente coinvolgendo i destinatari stessi della potenziale normativa, coinvolgimento che permette di testare l'efficacia applicativa dell'eventuale norma a livello di operatività quotidiana, dal momento che agevole l'assorbimento dei *rumors* del mercato (spesso ulteriori pareri vengono raccolti durante una *Q&A session*<sup>93</sup> post-emanazione).

Anche in ambito di gestione collettiva del risparmio, e più precisamente in sede di recepimento della AIFMD, le Autorità di Vigilanza Banca d'Italia e CONSOB hanno presentato la seguente analisi di impatto in termini di costi e benefici che l'applicazione di tale disciplina avrebbe comportato<sup>94</sup>.

Si individuano i costi che tipicamente si sosterebbero per essere *compliant* con le normative disciplinanti l'ambito di attività entro cui il soggetto finanziario può operare. Dal momento che spesso si prevede che l'attività stessa sia caratterizzata dalla riservatezza di esercizio, si sosterranno costi relativi all'autorizzazione – che diventa, dunque, prima condizione da rispettare per poter svolgere una determinata attività – sostenuti non solo dal GEFIA stesso che fa richiesta per l'esercizio, ma anche dall'Autorità che deve verificarne i requisiti per concederla.

Si contemplano anche costi che il GEFIA deve sostenere in sede di gestione del rischio, il quale può sostanziarsi in rischio di non conformità (e quindi si richiede di “essere

---

di legittimità costituzionale e riducendo al minimo la possibilità di incertezza giuridica conseguente alla pendenza di giudizi di costituzionalità e di verificare che la normativa si inserisca in modo coerente e sistematico nel quadro giuridico vigente, anche attraverso la verifica della sistematica e uniforme applicazione delle regole di redazione normativa, anche con riferimento alla correttezza delle definizioni e dei riferimenti normativi e alla corretta applicazione delle tecniche di modificazione e abrogazione delle disposizioni vigenti”.

Cfr. [http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/AIR.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/AIR.html), [http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/ATN.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/ATN.html) e [http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/VIR.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/VIR.html)

<sup>93</sup> Nonché ulteriore strumento messo a disposizione dal legislatore europeo e nazionale proprio per le Autorità di secondo livello quando operano nell'ambito di *Soft Law*. Esse, infatti, organizzano sessioni di consultazione con i destinatari della normativa a cui è permesso esporre precise domande riguardo l'emanazione di una nuova legge e le specifiche modalità di applicazione. Insieme alle altre tecniche di regolazione *bottom-up*, tale strumento permette di carpire le tendenze del mercato e l'impatto potenziale della normativa.

<sup>94</sup> Nel Giugno 2014, le Autorità competenti nazionali hanno presentato una “*Analisi di impatto della regolamentazione di competenza della Banca d'Italia e della Consob*” all'atto del recepimento della Direttiva AIFM.

*compliant*” nei confronti della normativa economico-finanziaria), operativo (nonché proprio dell’essenza dell’attività operativa quotidiana) e soprattutto sistemico, il quale necessiterà di un *risk management* più robusto ed efficace.

In quest’ultimo ambito i soggetti coinvolti in un’eventuale carenza di gestione causante un evento di rischio sistemico non sono solo i GEFIA e le Autorità di Vigilanza (che subirebbero anche le conseguenze proprie del rischio ‘reputazionale’), ma anche e soprattutto gli stessi investitori del mercato.

A fronte di codesti costi di gestione *ex ante*, se ne chiedono di simili, ugualmente atti a prevenire situazioni finanziarie gravose per gli investitori, tra cui gli obblighi informativi ‘*pre*’ e ‘*post*’ contrattuali, seguendo linee guida previste dalle Autorità competenti.

Chiaramente, pare scontato rimarcare il fatto che il sostegno di codesti costi non sarebbe una prerogativa degli intermediari finanziari se non ci fossero benefici attesi e realizzabili su cui investire, sintetizzandosi nel presidio ultimo di tutela degli investitori e del mercato stesso.

Difatti, accostato all’autorizzazione, si prevede la concessione del passaporto europeo – su cui ci siamo soffermati nel precedente capitolo – nel rispetto del principio, fondante la regolazione europea, del mutuo riconoscimento il quale permette all’operatore finanziario di richiedere una sola volta l’autorizzazione al fine di poter operare in tutto il perimetro interno del mercato europeo.

Il passaporto europeo è inoltre considerato un documento attestante l’affidabilità dell’intermediario finanziario come fosse un “marchio di qualità” e concedendo al soggetto stesso, il quale esercita l’attività diffusamente, di essere riconosciuto dagli investitori come un intermediario correttamente presidiato e vigilato.

Per i GEFIA, in particolare, è stato, dunque, possibile ottenere tale presidio di tutela permettendo di riconoscere loro importanza, dignità e considerazione disciplinare per l’attività che svolgono e, dunque, offrendo loro uno strumento di ‘maggiore garanzia

della qualità del servizio di gestione collettiva', differenziandoli evidentemente da chi non sarebbe vigilato<sup>95</sup>.

Tale autorizzazione è la sostanziale applicazione del principio suddetto, il quale non può prescindere dall'esistenza di un *network* di coordinamento fiduciario insistente tra le Autorità di Vigilanza europee (nazionali e sovranazionali): si prevede, infatti, una semplice e flessibile misura di comunicazione alle Autorità degli altri Paesi UE nei quali si intende svolgere la propria attività.

Chiaramente la CONSOB, la quale si occupa di trasparenza e comunicazione agli investitori, individua anche un altro beneficio del quale usufruisce il mercato economico europeo: accanto ad un patrimonio monetario che può transitare all'interno del mercato sotto la supervisione delle Autorità di Vigilanza, vi è anche il patrimonio informativo, parallelo a quello finanziario, in ambito di gestione del rischio, altrettanto meritevole di considerazione, archiviazione e tutela.

Inoltre, intrattenendosi in una consapevole lettura del documento di *impact assessment* riguardante la Direttiva "AIFM" redatto dalla Commissione Europea nel 2012<sup>96</sup>, tale organismo governativo definisce il *Framework* di riferimento della AIFMD, come più volte scritto, quale area definitoria la sola attività di gestione di tutti i FIA, dal *private equity* ai fondi di fondi, dagli *art funds* a quelli immobiliari, esprimendo l'importanza di tale direttiva mediante la locuzione temporale "per la prima volta", non necessaria ai fini dell'identificazione e della comprensione del contesto di riferimento, ma volutamente inserita al fine di rafforzare l'asserzione circa la portata rivoluzionaria di tale disciplina<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> Citando testualmente CONSOB, "Il principale beneficio della nuova architettura sarà quello di realizzare un sistema di presidi in grado di monitorare il rischio sistemico e i rischi microprudenziali e di agire in modo più efficace per contrastare l'insorgere di situazioni critiche, ripristinando e sostenendo, in ultima analisi, la fiducia degli attori nel buon funzionamento del sistema finanziario europeo".

<sup>96</sup> Cfr. "Commission staff working document, impact assessment, Accompanying the document, Commission delegated regulation supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision", European Commission (2012).

<sup>97</sup> Testualmente: "The Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD) introduces for the first time in the Union harmonised requirements for entities engaged in the management and

L'analisi dell'impatto non pretende di essere quantitativa per motivi di scarsità e frammentarietà a livello di dati informativi sullo specifico settore dei fondi comuni di investimento alternativi di recente normato<sup>98</sup>.

Successivamente all'esplicazione di punti macro e micro riguardanti gli aspetti identificativi dell'industria della gestione collettiva del risparmio e in particolare di quello degli investimenti alternativi a quelli propri di un OICVM – che all'interno

---

*administration of alternative investment funds (AIF). It regulates the management of alternative investment funds and the marketing of these funds to professional investors in the EU. Member States may impose additional requirements for the marketing of AIF to retail investors. The sale of units or shares on the initiative of the investor ('passive marketing') is not covered, and therefore remains under national law. The Directive covers all kinds of AIF and their managers (AIFM), ranging from simple equity funds to funds investing in specific, illiquid assets like real estate, private equity, infrastructure, commodities or goods like wine or art. It covers all possible investment strategies and legal forms. AIFM have to be authorised, and to obtain this authorisation they have to comply with the requirements of the Directive. They range from, amongst other areas, requirements on capital, risk and liquidity management, obligation on the appointment of a depositary, who, in turn, has to comply with strict rules, to rules regarding disclosures to investors and reporting to competent authorities”.*

<sup>98</sup> Sui punti annoverati da codesta analisi di impatto quali fattori di secondo livello, si esplicita inoltre che la normativa presente nell'AIFMD legittima la Commissione Europea ad integrare il quadro disciplinare riguardante i GEFIA attraverso l'emanazione di atti delegati, al fine di evitare una carenza di applicazione omogenea ed armonizzata di codesta disciplina. A tal riguardo, infatti, è previsto che *“The legal basis for action at level 2 is provided (and delimited) by the power of the Commission to adopt delegated acts and implementing measures in Chapter X of the Directive. The Directive requires delegated acts and implementing measures to be adopted in specified areas in order to ensure that the regime is implemented in a consistent way across the EU. The analysis of concrete options for the provisions of the level 2 measures will consider the precise nature and extent to which harmonisation is necessary, always with the principle of subsidiarity in view. However, action solely at Member State level would not be able to effectively or efficiently address these issues, given the centrality of the single market and the cross-border dimension of the AIFM sector. Action solely at Member State level would run the risk of erecting or maintaining barriers to further integration and efficiency of managing and marketing AIF in the EU, thereby potentially raising costs and risks for investors, whilst also increasing costs”.*

Inoltre la diffusione della AIFMD rispetta le esigenze volute a livello sovranazionale (e oltre), dal G20 del 2008 e dalla Commissione Europea nel 2009, di offrire, ulteriormente ad un mercato unico di operatività in ambito GEFIA, anche unitarietà di interventi di vigilanza, la quale in tale contesto e in altri del mercato economico-finanziario aveva trasmesso esclusivamente una parvenza di assenza di analisi e/o di interventi – tale mancanza, come già sottolineato nel capitolo precedente, è emersa con particolare veemenza allo scoppio delle crisi finanziarie dei primissimi anni 2000 e della bolla speculativa immobiliare del 2007 / 2008. Di fatti, *“At a G20 summit in November 2008 the G20 leaders concluded that a secure and stable financial system requires all significant financial market actors to be subject to appropriate regulation and supervision for investor protection as well as financial stability reasons. This conclusion led the European Commission to publish in April 2009 a proposal for a Directive for Alternative Investment Fund Managers (AIFMD), one of the major EU regulatory initiatives to extend appropriate regulation and supervision to the alternative investment fund management industry”.*

Cfr. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/AIFMD-Reshaping-for-the-future-sixth-edition.pdf>

dell'*assessment* sono denominati 'Level 1' e 'Level 2'<sup>99</sup> – nel documento si puntualizza il contributo che la direttiva AIFM vuole offrire a livello europeo, creando, come per altri settori economico-finanziari, un mercato unico di riferimento per i fondi di investimento alternativi e i loro gestori, in ottemperanza di quanto previsto all'art. 53 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)<sup>100</sup>.

I macro-obiettivi che l'*assessment* individua sono principi generali di tutela del mercato (basilari per una coerente caratterizzazione dei FIA oggetto di indagine in termini di fattori identificativi), nonché efficienza allocativa dello stesso, vigilanza, gestione del rischio sistemico e specifico, trasparenza e tutela dell'investitore, tutti fattori propri dell'analisi di impatto normativo in termini di 'costi - benefici', diano esposti in termini di normativa secondaria nazionale attraverso la documentazione CONSOB summenzionata.

## 1.2 Il recepimento nel TUF e i Decreti di attuazione

Nel recepire la direttiva AIFM all'interno del Testo Unico della Finanza, il legislatore demanda alla normativa secondaria, in riferimento, in tal caso, alla produzione legislative di competenza del Ministero dell'Economia e delle Finanze – secondo

---

<sup>99</sup> Rispettivamente, "Macro-prudential (systemic) risks, Micro-prudential risks, Investor protection, Market efficiency, Impact on market for corporate control and Acquisition of control of companies by AIFM" e "Calculation of the assets under management (AuM), Calculation of leverage, Additional own funds, Scope of custody, Definition of an "external event", Scope of cash monitoring, Reporting to competent authorities, Leverage employed on a substantial basis".

<sup>100</sup> "Article 53 (ex Article 47 TEC): 1. In order to make it easier for persons to take up and pursue activities as self-employed persons, the European Parliament and the Council shall, acting in accordance with the ordinary legislative procedure, issue directives for the mutual recognition of diplomas, certificates and other evidence of formal qualifications and for the coordination of the provisions laid down by law, regulation or administrative action in Member States concerning the taking-up and pursuit of activities as self-employed persons. 2. In the case of the medical and allied and pharmaceutical professions, the progressive abolition of restrictions shall be dependent upon coordination of the conditions for their exercise in the various Member States". Cfr. Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union - PART THREE: UNION POLICIES AND INTERNAL ACTIONS - TITLE IV: FREE MOVEMENT OF PERSONS, SERVICES AND CAPITAL - Chapter 2: Right of establishment - Article 53 (ex Article 47 TEC).

quanto previsto nell'art. 39 situato nelle "Disposizioni comuni"<sup>101</sup> – in alternativa a Banca d'Italia e CONSOB, la determinazione dei criteri generali che ogni OICR italiano deve rispettare in termini di oggetto di investimento, destinatari della gestione e della commercializzazione da parte dei gestori, la tipologia (forma aperta piuttosto che forma chiusa e le modalità di adesione al fondo, specificando ad esempio la frequenza del rimborso e la durata minima e/o massima del fondo stesso), gli obblighi informativi e le condizioni in sede di negoziazione e determinazione delle politiche di remunerazioni. E' di particolare potenza l'impeto di una normativa speciale quale il TUF che mobilita un organismo a livello governativo (nonché il Ministero dell'Economia e delle Finanze) nell'atto di armonizzazione di una disciplina oramai consolidata a livello europeo.

Codeste disposizioni sono la traduzione delle integrazioni apportate alla AIFMD dai due Regolamenti europei – Regolamento 231/2013 e Regolamento 694/2014 – nonché in ambito di "norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi" e di "deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza", come *supra* precisato in nota.

Per completezza di analisi, ad avviso di chi scrive, appare corretto condurre una disamina di codesti elementi di normativa europea così come recepiti nella disciplina nazionale, al fine di comprendere più chiaramente quali aspetti il legislatore italiano ha

---

<sup>101</sup> "1. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani con riguardo: a) all'oggetto dell'investimento, b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni, c) alla forma aperta o chiusa e alle modalità di partecipazione, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire, d) all'eventuale durata minima e massima, e) alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo. 2. Il regolamento previsto dal comma 1 stabilisce inoltre: a) le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati, secondo le modalità previste dall'articolo 43, b) le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono, in aggiunta a quanto prescritto per le imprese commerciali, nonché gli obblighi di pubblicità del rendiconto e dei prospetti periodici, c) le ipotesi nelle quali la società di gestione del risparmio deve chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato delle quote dei fondi, d) i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5)", art. 39 "Struttura degli OICR italiani", TUF.



reputato di maggior interesse ed efficacia applicativa in sede di attuazione della normativa sovranazionale.

Ciò consentirà, altresì, di comprendere su quali fattori ontologici soffermarci in sede di declinazione delle componenti del FIA oggetto di indagine – organismo a cui, ricordiamo, si sono accostate le caratteristiche proprie di una SICAF riservata ad investitori professionali, giustificando tale scelta mediante l’asserzione che il mercato degli *NPLs*, nel quale il nostro fondo investe, è composto da debitori la cui ristrutturazione richiede un forte e determinato coinvolgimento di più esperienze di mercato.

È evidente l’eloquenza del titolo proprio del Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze precedentemente citato (d’ora in poi, nella trattazione, “Decreto MEF”), testualmente “Regolamento attuativo dell’articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani”<sup>102</sup>, a giustificazione ampia della nostra scelta dianzi ribadita circa il riferimento a codesto preciso Decreto nella disamina delle caratteristiche della fattispecie di nostro interesse.

Nel caso specifico, è giusto soffermarsi sulle definizioni di “SICAF” – comprensiva dei fattori di identificazione dell’OICR statutario in forma chiusa, di “FIA italiano riservato” (la cui descrizione può essere mutuata in termini di tipologia societaria) e, infine, di “investitore professionale”.

Riprendendo al momento quest’ultimo elemento caratterizzante la riservatezza del FIA oggetto di indagine, ad avviso di chi scrive, è doveroso puntualizzare a quale definizione ci si riferisce nel presente lavoro in sede di identificazione dell’investitore professionale.

Per motivi temporali, difatti, non si può pensare che quanto previsto nella Direttiva AIFM e nella disciplina interna circa il riferimento alla figura dell’investitore professionale possa essere tale da potersi ritrovare con quanto invece previsto

---

<sup>102</sup> Cfr. <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/19/15G00041/sg>

all'interno della vigente normativa che regola l'operatività della prestazione dei servizi di investimento, nonché la MIFID II.

Tuttavia, poiché il perimetro disciplinare che si vuole definire per i FIA oggetto di tesi guarda al futuro, è ritenuto privo di senso l'appellarsi ad una normativa meno recente in sede di definizione dell'ambito di applicazione della disciplina.

La scelta dell'ambito normativo di riferimento, pertanto, verte su una disciplina più recente ed aggiornata, nonché quella che, nell'effettiva operatività in sede di attività di *compliance*, viene rispettata.

## **2. Ubicazione del FIA di *Turnaround* all'interno della questione “crediti”**

Al fine di inquadrare più specificatamente la tipologia del FIA oggetto di indagine, si prosegue con l'analisi ontologica delle singole componenti che finora abbiamo considerato nella composizione di una definizione propria e specifica del FIA la cui politica di investimento dipende dall'operatività in ambito di ristrutturazione d'impresa. Si è scelto, in proposito, di affidare l'attività di gestione dello stesso ad una SICAF riservata ad investitori professionali, nonché istituzionali.

La SICAF<sup>103</sup> è “la società di investimento a capitale fisso come definita dall'articolo 1, comma 1, lettera *i-bis*), del TUF”, ossia “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 di proprie

---

<sup>103</sup> La SICAF è una tipologia di investimento, come predetto, relativamente recente e anche di successo. Come asserito dal Assogestioni, “il decreto legislativo n. 44 del 2014 (...) ha profondamente innovato il Titolo III, della Parte II del TUF, dedicato all'attività di gestione collettiva del risparmio, al fine di adeguarne le disposizioni a quanto stabilito, a livello europeo, dalla AIFMD. Tuttavia, il processo di recepimento della direttiva, oltre a costituire l'occasione, per il legislatore italiano, di rivedere la struttura del Titolo III del TUF, ha consentito, altresì, l'introduzione di importanti innovazioni all'interno del nostro ordinamento. Tra queste, in particolare, si segnala l'introduzione della Sicaf, società di investimento a capitale fisso, la cui disciplina è delineata dagli articoli 35-bis e seguenti del TUF”. Infine, si puntualizza che codesto decreto ha portato anche alla necessaria estensione del perimetro dei destinatari di molte normative di nuova emanazione, come quella antiriciclaggio di ultima attuazione della c.d. “Quarta Direttiva” in tema di riciclaggio e finanziamento al terrorismo.

Cfr. <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf>

azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”<sup>104</sup>, precisando dunque che gli investitori, non possedendo quote ma strumenti di partecipazione, saranno considerati soci a tutti gli effetti.

La definizione di ‘riservatezza’ dell’OICR, in tal caso, non attiene alla caratteristica tipica di un’attività vigilata per cui è richiesta l’autorizzazione da parte delle Autorità competenti, bensì è caratteristica individuabile mediante criteri soggettivi: infatti, in tale contesto un OICR riservato è tale se specificatamente destinato al solo pubblico di investitori professionali<sup>105</sup> *ex MIFID II* in quanto caratterizzati dal frequente svolgimento di operazioni finanziarie, dall’esercizio della propria attività nel settore dei servizi di investimento, nonché dal possesso di un notevole bagaglio esperienziale e conoscitivo a livello economico-finanziario – tale da poter sopportare anche elevati rischi soprattutto in termini di liquidità – congiuntamente al possesso di un ampio portafoglio.

A modesto parere di chi scrive, infatti, per comprendere l’oggetto del fondo specifico per il FIA oggetto di indagine e le differenze con le altre tipologie in termini di politiche di investimento strutturate attorno ai diversi approcci verso il credito, si ritiene maggiormente corretto e coerente presentare codeste differenti tipologie di OICR di credito da cui estrapolare quella propria del FIA in questione.

## 2.1 Il credito come oggetto di investimento degli OICR: le nuove forme di sostegno ed erogazione

Il mercato dei crediti pone le sue radici agli inizi del ‘600, durante il periodo di sviluppo del sistema bancario, ma è solo con l’ampliamento e la crescente operatività del

---

<sup>104</sup> Tale definizione sarà più volte richiamata perché fondamentale ai fini della descrizione degli altri aspetti ontologici summenzionati, tra cui le modalità di offerta e raccolta al pubblico.

<sup>105</sup> Il FIA italiano riservato definito “il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39” (art. 1, comma 1, lett. *m-quater*), nonché definito nell’art. 14 del Decreto MEF chiaramente al comma 1: “Il gestore può istituire FIA italiani riservati a investitori professionali in forma aperta o chiusa”.

mercato finanziario che gli investitori, nella spasmodica e fisiologica ricerca di aree redditizie di mercato ancora ‘incontaminate’ dalla saturazione causata dall’operatività di numerosi agenti economici, hanno incominciato ad accostare il credito, inteso strettamente come erogazione di flusso monetario alle imprese, ad un *asset* finanziario che potesse godere di tutti i privilegi di uno strumento negoziato su un mercato finanziario.

Tale strumento riconduceva a sé la possibilità di poter essere posseduto da diversi investitori, i quali accettavano la condizione di essere creditori di imprese, nonostante non fosse loro concessa l’autorizzazione per lo svolgimento di una delle attività bancarie riservate, quale l’erogazione del credito.

Come constatato a ragione da Banca d’Italia, le banche si trovano nella tumultuosa corsa alla rivoluzione digitale e allo sviluppo di nuovi prodotti sempre più ‘clusterizzati’ e frutto di attenti studi di composizione di strumenti finanziari inevitabilmente trasformati in ibridi<sup>106</sup>.

Nonostante codesta parziale ‘mutazione genetica’ del sistema bancario che insegue le esigenze che cambiano sempre più rapidamente al ritmo della dinamicità del mercato finanziario, la crisi finanziaria ha messo a dura prova il mercato del credito e, di conseguenza, le banche, specialmente quelle commerciali<sup>107</sup>.

Queste ultime, infatti, vessate dal peso dei crediti (oramai insolventi) del settore industriale, a scapito del rispetto dei requisiti patrimoniali previsti da Basilea<sup>108</sup>, sono

---

<sup>106</sup> Cfr. “*L’innovazione digitale nell’industria finanziaria italiana*”, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia Fabio Panetta, 2017, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2017/Panetta\\_26092017.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2017/Panetta_26092017.pdf)

<sup>107</sup> E’ doveroso ricordare che con le privatizzazioni degli anni Anni ’90 si è sancita non solo la separatezza banca-industria ma anche la separatezza tra banche per funzione, nonché secondo le tempistiche che caratterizzavano gli investimenti. La globalizzazione, tuttavia ha riportato in vita il modello di Banca Universale messo nuovamente in discussione con le ultime crisi. E’ in consultazione alla Camera dei Deputati infatti una proposta di modifica del TUB (progetto di Legge) la quale ha ad oggetto proprio la “Separazione tra le banche commerciali e le banche d'affari”.  
Cfr. <http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/Pdf/FI0541.pdf>

<sup>108</sup> Nel documento “*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*” redatto dal Comitato di Basilea, si illustrano “le riforme (...) volte a rafforzare l’assetto regolamentare internazionale in materia di patrimonio e liquidità, con l’obiettivo di promuovere un sistema bancario più robusto. L’obiettivo delle riforme è il rafforzamento della capacità

state costrette a bloccare l'erogazione del credito (il c.d. fenomeno del *credit crunch*<sup>109</sup>) e a cedere per quanto possibile quei crediti che gravavano sull'attivo patrimoniale.

Tale atteggiamento da parte del sistema bancario dei confronti dell'economia reale ha provocato due conseguenze: l'una si è manifestata nella ricerca di nuove fonti di finanziamento da parte delle imprese alla cui domanda di capitale ha risposto l'offerta da parte di operatori finanziari al di là del perimetro del settore bancario, l'altra si riferisce alla nascita e/o all'espansione del ventaglio di attività di investimento da parte degli intermediari finanziari verso l'acquisizione dei crediti deteriorati sui quali svolgere un servizio di *restructuring*.

Difatti, come sottolineato da numerosi studiosi, la recente crisi economico-finanziaria ha messo a dura prova la tenuta dell'economia globale e dunque la fiducia nella stessa, che fino a quel momento si credeva fosse caratterizzata da una sufficiente robustezza contro crisi e bolle speculative. Tuttavia, l'economia si è ricreduta di sé stessa, come fortemente asserito dal Premio Nobel per l'economia nel 2001, Joseph Stiglitz, nelle sue pagine di critica contro un sistema economico sempre più diseguale<sup>110</sup>.

---

delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, riducendo in tal modo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale". Attualmente è in corso una revisione di codesto Provvedimento, denominata oramai "Basilea 4", al fine di rafforzare i presidi contro il rischio di credito e in particolare il rischio di liquidità.

Cfr. [https://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf)

<sup>109</sup> "Vuol dire 'stretta creditizia', e può emergere dagli spontanei andamenti dell'economia o essere provocata dalle autorità monetarie. Si ha il primo caso quando le banche sono preoccupate della solvibilità di coloro a cui prestano i soldi e quindi tirano i remi in barca, concedendo prestiti a condizioni più rigide: aumentando i tassi o chiedendo più garanzie. Si ha la stretta pilotata dalle Banche centrali quando sono queste che inducono le banche a fare meno prestiti, e questo pesante invito può assumere varie forme: alzando i tassi di interesse, o aumentando la riserva obbligatoria (la percentuale dei depositi che non è disponibile per i prestiti ma che deve essere mantenuta presso la Banca centrale, o attraverso strumenti ormai dimenticati come il 'massimale' sui crediti (la percentuale massima di cui una banca può aumentare i crediti rispetto all'anno prima)". Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

<sup>110</sup> In particolare, si fa riferimento al fatto che "fino a poco tempo fa il mercato globale era considerato da molti ormai immune da instabilità e perfettamente in grado di gestire qualunque rischio finanziario: in questo contesto, la politica sbagliata del governo americano e il comportamento senza scrupoli di molti individui, ma anche di intere banche e società finanziarie, hanno determinato la crisi del credito negli Stati Uniti, che si è poi rapidamente estesa a tutto il mondo attraverso i canali della finanza globale, spedendo le economie di tutto il mondo in caduta libera", come affermato da STIGLITZ, J. (2014) in "*Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*", Einaudi Editore.

Ponendo la lente di ingrandimento sulle reazioni politico-economiche specificatamente manifestatesi nel nostro Paese, il legislatore italiano è intervenuto nella “questione economica” varando diversi decreti in soccorso, specialmente, delle Piccole e Medie Imprese (PMI), ‘spina dorsale’ del sistema economico italiano<sup>111</sup>.

Banalmente, il legislatore ha colto nella propria attività di legiferazione il senso di codesta crisi, la quale, specialmente in Italia, si è manifestata come una profonda crisi delle imprese, dell’economia reale, del debito privato, costringendo le banche a bloccare i flussi monetari reali al fine di adempiere ai *capital requirements* richiesti dalla regolamentazione prudenziale.

Dopo la crisi dei Debiti Sovrani nel 2010 / 2011 e sulla scia di quanto era stato previsto a livello europeo<sup>112</sup>, infatti, l’Italia ha conosciuto un periodo di proliferazione legislativa a sostegno del tessuto industriale e, più generalmente, imprenditoriale mediante Decreti per la maggior parte d’urgenza, tra cui i due Decreti Sviluppo del 2012<sup>113</sup> ed il Decreto Destinazione Italia del 2013<sup>114</sup>.

La normativa di maggiore interesse ai fini della nostra tesi è il Decreto che ha interessato direttamente quelli che passeranno alla storia come i *Non-Performing Loans*

---

<sup>111</sup> Per maggiori osservazioni e completezza di trattazione, cfr. CAPRIGLIONE, F. (2010), “*Misure Anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*”, G. Giappichelli Editore.

<sup>112</sup> Infatti nel “REGOLAMENTO (UE) 2015/760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 29 aprile 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine”, al Considerando 3 si legge testualmente quanto segue: “È possibile che per progetti quali infrastrutture di trasporto, produzione sostenibile o distribuzione di energia, infrastrutture sociali (alloggi o ospedali) oppure lancio di tecnologie e sistemi nuovi in grado di ridurre l’impiego di risorse e di energia, o ancora per progetti volti a un’ulteriore crescita delle PMI, i fondi scarseggino. Come è emerso dalla crisi finanziaria, alla soluzione del problema della penuria di finanziamenti potrebbe contribuire l’integrazione della fonte bancaria con una gamma più ampia di fonti di finanziamento che sia in grado di assicurare una mobilitazione migliore dei mercati dei capitali. Gli ELTIF possono svolgere un ruolo determinante in questo senso e possono altresì mobilitare capitale attirando investitori di paesi terzi”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>113</sup> Cfr. “Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito con Legge 7 agosto 2012, n. 134” e “Decreto Legge 18 ottobre 2012 n. 179, convertito con Legge 17 dicembre 2012 n. 221”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>114</sup> Cfr. “Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con Legge 21 febbraio 2014, n. 9”, in Gazzetta Ufficiale.

(*NPLs*), nonché crediti deteriorati all'ultima fase prima della definitiva dichiarazione di "stato di insolvenza".

Infatti la novità di tale normativa, declinata all'interno del Decreto Competitività del 2014<sup>115</sup> – già eloquente nella sua denominazione – consiste nel consentire l'erogazione del credito anche ad altri istituti finanziari diversi dalle banche, come le assicurazioni, le società-veicolo di cartolarizzazione, SACE S.p.A. (Gruppo Cassa Depositi e Prestiti) e, in particolare e di maggior interesse in questa sede, i fondi comuni di investimento. Per questi ultimi soggetti è stato ultimato il percorso di adeguamento alla normativa che consente l'erogazione del credito attraverso specifiche discipline attuative presenti nei summenzionati Decreto 30/2015 e Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato il 19 Gennaio 2015 mediante Provvedimento di Banca d'Italia.

Lo scopo era rendere più accessibile e semplificata la procedura di acquisizione e gestione degli *NPLs*, passando da un focus per lo più sul debito a una maggiore attenzione sul debitore: codesto passaggio è stato chiarito in termini di analisi dell'esposizione debitoria del soggetto a un passo dall'insolvenza e, in caso di effettive potenzialità economiche, di creazione di nuove opportunità di mercato (nonché il *restructuring* di impresa o, come all'inizio citato, il *Turnaround*).

I tempi di adempimento alle richieste di accantonamenti di capitale<sup>116</sup> (sempre più stringenti) da parte delle Autorità alle banche hanno dunque portato le stesse a svolgere con numerosi vincoli e ritardi (se non addirittura abbandonando per un breve periodo) una delle attività primordiali che le caratterizza, ossia l'erogazione del credito.

Solo intermediari finanziari alternativi ad esse potevano godere di tempistiche meno rigide al fine di rispettare i requisiti patrimoniali: in tal modo, infatti, avrebbero potuto attendere un ciclo economico di ripresa, se non addirittura aiutare il debitore a risalire la china.

---

<sup>115</sup> Cfr. "Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con Legge 11 agosto 2014, n. 116", in Gazzetta Ufficiale.

<sup>116</sup> Il capitale definito dalla normativa prudenziale non è esattamente in termini analitici il capitale sociale, ma è specificatamente una precisa percentuale dell'attivo patrimoniale che si sostanzia nell'8% degli *assets* ponderati per il rischio integrato da diversi "*cushions*" di capitale a fronte di diversi rischi, al fine di ottenere il "patrimonio di vigilanza".

Codesta espansione in termini di concessione per lo svolgimento dell'attività del credito è stata fondamentale per il sostegno all'economia reale: è in questo contesto che possiamo comprendere lo sviluppo del settore degli OICR di credito.

Possiamo, quindi, chiudere il cerchio sul concetto di 'oggetto di investimento' di un OICR, ricavando quello che fa del nostro FIA un fondo che si occupa di operazioni di ristrutturazione di impresa, investendo in crediti deteriorati.

Il Decreto MEF, demandato dal TUF in sede di recepimento della Direttiva AIFM, all'art. 4 definisce l'oggetto di investimento.

In particolare, tale disposizione di Legge, alla lett. e), giustifica il fatto che un OICR può non solo investire in un *asset* come i crediti, ma può anche essere legittimato ad erogarli (l'oggetto di investimento può sostanziarsi anche in "crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr"). Attorno a tale "concessione" normativa, si sono chiaramente sviluppate diverse tipologie di OICR di credito, divenuto oramai un vero e proprio *genus*.

Specifiche discipline sono presenti nel D.L. n. 18/2016 "Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio".

E' in particolare quest'ultimo Decreto che permette l'inserimento nel TUF della definizione propria di OICR di credito e una più chiara definizione, dal punto di vista normativo, di un contorno di operatività, non essendo previsto in normative precedenti alcun riferimento su tale *genus*.

Come specificato nella definizione di oggetto di investimento, gli OICR possono sia investire in crediti dianzi erogati rimpiazzando così le banche nella posizione già definita di creditore, sia svolgere l'attività di erogare il finanziamento a valere sul patrimonio gestito separatamente ed in autonomia, e dunque assumere il ruolo di primo creditore (in quest'ultimo caso parliamo proprio di 'Fondi di credito diretto').

Tale distinzione non è affatto banale poiché include in sé due esigenze di tutela nei confronti dell'investitore in fondi gestiti collettivamente, differenti a seconda che si



tratti di erogazione del credito (e in tale caso il presidio a tutela dei clienti è certamente maggiore) o di acquisto dei titoli rappresentativi di credito dianzi erogato (pur rientrando con qualche forzatura in quanto definito dal D.M. 53/2015 come “concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma”<sup>117</sup>).

Per quanto concerne le forme di finanziamento diretto, gli intermediari finanziari, nel voler aderire a tale ulteriore tipologia di attività affiancata all’investimento puro sul mercato, si affidano, per l’appunto, a quanto previsto dagli artt. 46-*bis* e 46-*ter*, Capo II-*quinquies* aggiunto al TUF dal Decreto 18/2016<sup>118</sup>, Testo Coordinato alla relativa conversione in legge che nomina all’art.17, Capo IV, l’inserimento del Capo summenzionato rubricato specificatamente “OICR di credito”.

Gli articoli nei quali si declina tale disciplina riguardano l’autorizzazione a svolgere l’attività di erogazione diretta del credito da parte dei FIA italiani e FIA UE in Italia nell’ambito, chiaramente, di un mercato secondario<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> Tale espressione è rinvenibile nella rubrica dell’art. 2 del Decreto in questione, “*Attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*”, che asserisce al primo comma quanto segue: “1. Per attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma si intende la concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Tale attività comprende, tra l’altro, ogni tipo di finanziamento erogato nella forma di: *a*) locazione finanziaria, *b*) acquisto di crediti a titolo oneroso, *c*) credito ai consumatori, così come definito dall’articolo 121, t.u.b., *d*) credito ipotecario, *e*) prestito su pegno, *f*) rilascio di fidejussioni, avallo, apertura di credito documentaria, accettazione, irata, impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma”. Inoltre, a livello europeo, l’ESMA prevede un quadro normative armonizzato anche in tema di *loan-origination* in ambito AIFMD. In particolare, “*the Commission’s goal is to work with Member States and the ESAs to assess the need for a coordinated approach to loan origination by funds and the case for a future EU framework. The Commission intends to consult on the elements of a European framework on loan origination in the second quarter of 2016 and has asked ESMA to provide input as to the key issues on which the consultation could focus. To contribute to the work done by the Commission, ESMA sees merit in summarising the work on loan origination already concluded at ESMA level and providing input in the form of an opinion. ESMA is of the view that the elements presented in this opinion should ideally form part of a harmonised European framework on loan origination. This could be achieved in different ways, e.g. through a legislative proposal or by way of an ESMA instrument supplementing the AIFMD*”.

<sup>118</sup> Decreto Legge n. 18/2016 “Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>119</sup> Al Capo II-*quinquies* del TUF rubricato “OICR di credito leggiamo precisamente quanto disposto dagli articoli su cennati. Infatti, l’art. 46-*bis*, “*Erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani*” enuncia che: “1. I FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39”, mentre all’art. 46-*ter*, “*Erogazione diretta di crediti da*

Nonostante tale legge preveda esplicitamente che i FIA UE che operano anche in Italia debbano essere costituiti in forma chiusa per poter svolgere l'attività di erogazione del credito nel territorio nazionale, senza nulla precisare riguardo ai FIA in origine italiani, è doveroso chiarire che tale mancanza non deve passare come una dimenticanza del legislatore.

Difatti, proprio nel Decreto MEF, risalente all'anno precedente (2015), si specifica che la forma necessariamente da adottarsi quando si vuole svolgere l'attività di investimento nel mercato dei crediti, compresa quella di erogazione, è quella chiusa, perché funzionale al rispetto della previsione normativa all'interno del TUF: difatti, si precisa, nel principio del principio generale, che occorre necessariamente considerare la variabile indipendente del livello di liquidità degli *asset* in cui si investe, nel momento in cui si manifesta l'esigenza di scegliere una forma aperta piuttosto che chiusa per il fondo da costituire.

Si dispone, infatti, che, in materia di rimborso del capitale, l'alta frequenza dello stesso (almeno annuale) debba essere una condizione subordinata all'elevato grado di liquidità del titolo, quindi connotabile soltanto ad una forma aperta di OICR.

---

*parte di FIA UE in Italia*", si legge chiaramente quanto segue: "1. I FIA UE possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, in Italia nel rispetto delle seguenti condizioni: a) il FIA UE è autorizzato dall'autorità competente dello stato membro d'origine a investire in crediti, inclusi quelli erogati a valere sul proprio patrimonio, nel paese di origine, b) il FIA UE ha forma chiusa e lo schema di funzionamento dello stesso, in particolare per quanto riguarda le modalità di partecipazione, è analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti, c) le norme del paese d'origine del FIA UE in materia di contenimento e di frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva finanziaria, sono equivalenti alle norme stabilite per i FIA italiani che investono in crediti. L'equivalenza rispetto alle norme italiane può essere verificata con riferimento anche alle sole disposizioni statutarie o regolamentari del FIA UE, a condizione che l'autorità competente dello stato membro di origine ne assicuri l'osservanza. 2. I gestori che gestiscono FIA UE che intendono investire in crediti a valere sul proprio patrimonio in Italia comunicano tale intenzione alla Banca d'Italia. Il FIA UE non può iniziare ad operare prima che siano trascorsi sessanta giorni dalla comunicazione, entro i quali la Banca d'Italia può vietare l'investimento in crediti a valere sul proprio patrimonio in Italia. 3. La Banca d'Italia e la Consob possono chiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, ai gestori, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalle stesse stabiliti. La Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono chiedere informazioni al personale dei gestori, anche per il tramite di questi ultimi. La Banca d'Italia può prevedere la partecipazione dei FIA UE di cui al comma 1 alla centrale dei rischi e può prevedere altresì che la partecipazione avvenga per il tramite di banche e intermediari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385".

Pertanto, è chiaro, anche in via indiretta e negativa (ossia anche nel caso in cui la tipologia di chiusura non fosse stata esplicitata nella disciplina), che l'OICR di credito deve essere necessariamente costituito in forma chiusa, prima ancora per motivi strettamente di disposizione normativa, per motivi operativi e di efficienza economica, fortemente legata al grado di liquidità dei crediti deteriorati in quanto *asset* di investimento.

Come da normativa, i fondi di credito diretto (*'direct lending fund'*) possono erogare il credito a tutti i destinatari di tale finanziamento diversi dai consumatori (banalmente si fa riferimento alle imprese e non anche alla tipologia del credito al consumo).

In particolare, secondo quanto disposto dal Regolamento n. 345/2013 in ambito di costituzione ed utilizzo di fondi europei per il *Venture Capital*<sup>120</sup>, sono contemplati, tra i possibili *asset* ammessi nel portafoglio di investimento, i “*prestiti garantiti e non garantiti concessi dal fondo per il venture capital qualificato a un'impresa di portafoglio ammissibile nella quale il fondo per il venture capital qualificato detiene già investimenti ammissibili*” (art. 3, lett. e) punto ii)<sup>121</sup>). La normativa, quindi, nomina esplicitamente i prestiti che il fondo può concedere – se qualificato a farlo – qualora esso sia erogato ad un'impresa facente parte del portafoglio del fondo stesso ed

---

<sup>120</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (UE) N. 345/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital*”, denominato anche Regolamento “EuVECA”, il quale, congiuntamente al Regolamento “EuSEF” (“REGOLAMENTO (UE) N. 346/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'*imprenditoria sociale*”), ha lo scopo di creare un *level playing field* anche in ambito di operazioni tipiche di *Venture Capital* e *Social Entrepreneurship*. Al fine di rafforzare tale ambito, i due Regolamenti sono stati modificati dal “REGOLAMENTO (UE) 2017/1991 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 ottobre 2017 che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'*imprenditoria sociale*”, in Gazzetta Ufficiale.

<sup>121</sup> Testualmente l'art. 3, lett. e) punto ii) recita quanto segue: “prestiti garantiti e non garantiti concessi dal fondo per il *venture capital* qualificato a un'impresa di portafoglio ammissibile nella quale il fondo per il *venture capital* qualificato detiene già investimenti ammissibili, a condizione che non oltre il 30 % dell'ammontare complessivo dei conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato del fondo per il *venture capital* qualificato sia utilizzato per tali prestiti”. Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=IT>

intrattenente con esso anche altri rapporti di investimento ammissibile differenti dal *direct lending*.

Inoltre, il FIA di credito diretto può essere categorizzato in “puro” e “misto”: nel primo caso è intuitivo il perimetro di operatività che si incarna nell’unica attività di erogazione del credito, mentre la seconda tipologia permette all’OICR di operare anche come ‘semplice’ investitore in crediti dianzi erogati e per i quali si sostituisce all’originario creditore, contestualmente all’attività suddetta di erogazione del credito o altre forme di finanziamento come la cartolarizzazione<sup>122</sup>.

Quest’ultimo canale di finanziamento alternativo, in forma di cartolarizzazione dei crediti, si è rafforzato contestualmente alla crisi – ma creatosi già in periodi precedenti al 2006 – come tipologia di operazione di investimento / finanziamento del credito nell’ottica in cui gli stessi siano erogati secondo la logica del principio “*originate to distribute*”<sup>123</sup>: il paradosso che si è generato in accostamento a codesta operazione è la possibilità, da una parte, di annoverarla come una delle cause fondamentali che ha permesso appunto la “distribuzione” di codesti crediti e titoli “tossici”, dall’altra, di utilizzarla come mezzo per liberare, con un processo opposto ovvero circolare, le banche dai crediti erogati e non pagati.

L’operazione di cartolarizzazione segue uno schema strutturale e di flusso oramai declinabile in aspetti *standard*: la banca, caratterizzata prevalentemente da un attivo creditizio, decide di cartolarizzare, ossia “confezionare”, pacchetti di titoli creditizi da

---

<sup>122</sup> Cfr. “REGOLAMENTO (CE) N. 24/2009 DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA del 19 dicembre 2008 riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione”, in Gazzetta Ufficiale

<sup>123</sup> “Lo sviluppo del mercato per il trasferimento del rischio di credito ha fatto sì che il modello di bancario tradizionale, battezzato *originate-and-hold*, sia stato sostituito per molte grandi banche da quello *originate-to-distribute*. Nel primo caso, la banca originatrice dei prestiti erogati li mantiene in bilancio fino alla scadenza, accantonando capitale regolamentare a fronte del rischio di credito [secondo quanto previsto dall’accordo di Basilea]. Nel secondo caso, sfruttando le tecniche per il trasferimento del rischio di credito, dalla cartolarizzazione ai derivati creditizi, l’intermediario seleziona i debitori, ma poi trasferisce ad altri il prestito, recuperando la liquidità e il capitale regolamentare prima impegnati (cartolarizzazione) o il puro rischio di credito (derivati creditizi), con benefici solo sui requisiti patrimoniali. La diffusione di questo secondo modello [...] è uno dei fattori che spiegano la crisi innescatasi sul mercato dei mutui *subprime*”, cfr. <http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di-%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/>

cedere ad una società terza, detta *Special-Purpose Vehicle*, la quale persegue appunto lo “specifico scopo” di piazzare sul mercato tali pacchetti, liberando in tal modo i bilanci bancari, nel rispetto di priorità di rimborso differenti.

Infatti, le *tranche* caratterizzanti codesti pacchetti di credito dipendono dal privilegio di godere per primi dei frutti dell’investimento, siano essi in conto interessi, siano essi in conto capitale (*tranche senior*), piuttosto che dalla postergazione del pagamento degli interessi e del capitale rispetto agli altri creditori (*tranche mezzanine e junior*)<sup>124</sup>. In particolare, l’operazione di *securitisation* ha assunto, in Italia, una peculiare importanza a seguito specialmente dell’emanazione del Decreto Salva Risparmio (D.l. 237/2016)<sup>125</sup> convertito nella legge n. 152/2017: infatti, in tale contesto si prevede la possibilità di un intervento pubblico in tema di costituzione di società-veicolo e specialmente OICR dedicati – perché la forma organizzativa della separatezza patrimoniale e della gestione di un patrimonio autonomo da investire tipico di

---

<sup>124</sup> Come si legge dal sito CONSOB “La “*securitisation*” è una tecnica finanziaria usata per attingere risorse finanziarie aggiuntive sempre più diffusa nel panorama economico finanziario. La sua diffusione come strumento per la raccolta di finanziamenti e come fonte alternativa di reddito è cresciuta notevolmente negli ultimi anni, tanto nel settore privato quanto in quello pubblico, divenendo una delle componenti principali del cosiddetto “sistema bancario ombra”. Con riferimento alla crisi succitata, la cartolarizzazione ha consentito alle banche di alimentare il meccanismo di concessione dei mutui *subprime* «senza preoccupazioni». Tecnicamente, la cartolarizzazione del debito è un processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise ed illiquide, in grado di generare dei flussi di cassa, quali ad esempio i crediti di una banca, vengono “trasformate” in attività divise e vendibili, ossia in titoli obbligazionari denominati *Asset Backed Securities* (ABS). A seconda del sottostante che viene cartolarizzato, si può parlare ad es. di titoli MBS (*mortgage backed securities*, il cui sottostante sono mutui), CDO (*collateralized debt obligation*, il cui sottostante sono titoli obbligazionari pubblici o privati), ABCP (*asset backed commercial paper*, il cui sottostante è rappresentato da crediti a brevissimo/breve termine). [...] Nella sostanza, la banca cede l’insieme dei suoi mutui ad una Società Veicolo (la *Special Purpose Vehicle*, brevemente SPV), istituita *ad hoc*, la quale emette delle obbligazioni (nel caso specifico dei mutui le *Mortgage Backed Securities*) che colloca presso gli investitori, e successivamente utilizza il ricavato della vendita delle obbligazioni per acquistare i mutui stessi. In tal modo il rischio viene trasferito ai sottoscrittori finali delle obbligazioni, in quanto il rimborso degli interessi che maturano e del capitale a scadenza collegato alle obbligazioni è strettamente dipendente dalla effettiva riscossione delle rate dei mutui stessi. I pagamenti destinati agli investitori in titoli cartolarizzati dipendono esclusivamente dai flussi di cassa prodotti dai crediti ceduti”. Cfr. <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

<sup>125</sup> DECRETO-LEGGE 23 dicembre 2016, n. 237 “Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio”, in Gazzetta Ufficiale.

quest'ultima tipologia di intermediario finanziario rispetta il principio proprio della gestione di un pacchetto patrimoniale in maniera separata – mediante cui offrire una garanzia pubblica sulla *tranche senior*.

Quest'ultima costituisce il sistema GACS<sup>126</sup>, Garanzia per la cartolarizzazione dei crediti in sofferenza, in deroga alla previsione europea di bloccare interventi pubblici nell'economia (disposizione presente in maniera meno rigida anche all'interno della BRRD concernente il *bail-in*, dal momento che prevede l'intervento pubblico al manifestarsi di determinate condizioni<sup>127</sup>).

Tuttavia, come anzi detto, il fenomeno dei crediti deteriorati è caratterizzato dal fattore della dinamicità scarsamente considerato nella strutturazione di un'operazione come la cartolarizzazione di per sé statica e non propositiva di soluzioni di ripresa (come può esserlo invece un'operazione di ristrutturazione d'impresa), dal momento che il debito non può essere un elemento finanziario prescindente dal debitore che lo sostiene. Quest'ultimo, invece, vive dinamicamente il proprio *status*, il quale non può che accompagnarsi al mutamento della situazione economica.

E' stato necessario dunque offrire al mercato nuove alternative di risoluzione del problema degli *NPLs*.

## 2.2 Ubicazione del FIA di *Turnaround* nel settore degli OICR di credito

Da questa breve disamina, possiamo osare definire in prima battuta ed intuitivamente il FIA oggetto di indagine quale FIA di credito “indiretto” puro, secondo la

---

<sup>126</sup> “La Garanzia cartolarizzazione sofferenze (Gacs) è concessa dal Tesoro per aiutare a smaltire i crediti in sofferenza presenti nei bilanci bancari. Lo Stato garantisce le tranche senior, che sopportano per ultime le eventuali perdite derivanti da recuperi sui crediti inferiori alle attese. Le garanzie sono concesse a fronte del pagamento di una commissione periodica al Tesoro”. Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-12-07/gacs-064204.shtml?uuid=AEbvFcOD>

<sup>127</sup> Cfr. “DIRETTIVA 2014/59/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio”, in Gazzetta Ufficiale.

categorizzazione *supra* presentata, perché operativo nell'attività esclusiva di acquisto dei crediti già erogati ed in sofferenza, e non anche di erogazione degli stessi (trascurando per il momento l'elemento dell'operazione di *Turnaround* in cui sarà coinvolto, dal momento che si svilupperà successivamente in sede di definizione della politica di investimento nel terzo capitolo).

Una disposizione comune a codesti fondi, la quale vi si applica sulla base della caratteristica ontologica di essere prevalentemente in forma statutaria, chiusa e riservata, è contemplata, in sede di regolamentazione omogenea sul piano nazionale di tale disciplina, dal MEF: si concede, infatti, una maggiore flessibilità e margine di autonomia in sede di approvazione dello Statuto da parte di Banca d'Italia (non affatto richiesta nel caso di fondi riservati) e di processo di *compliance* alla normativa prudenziale relativa alla ripartizione e gestione del rischio che è invece affidata a Banca d'Italia in ambito di FIA non riservati. Altre deroghe più specifiche si riferiscono all'utilizzo e ai limiti del *leverage*<sup>128</sup> (riprese, in seguito, all'interno del terzo capitolo), dal momento che tali circostanze devono essere necessariamente esplicitate all'interno dello Statuto, pena l'insuccesso all'atto della costituzione.

Per quanto concerne i punti di differenza, essi derivano dall'inevitabile sviluppo di differenti attività e servizi anche nello stesso ambito di esecutività conseguente alla volontà da parte dei soggetti finanziari di soddisfare nuove esigenze emerse nel mercato e che meritano dedicati *effort* operativi.

Di fatti, il *direct lending fund* si interessa di creare nuovo credito rispetto a quello già esistente sul mercato, mentre i fondi di cartolarizzazione risulteranno essere una

---

<sup>128</sup> Per maggior chiarezza e completezza, "l'indebitamento può essere perseguito in vari modi: prestiti bancari, emissione di obbligazioni, emissione di titoli convertibili, leasing finanziario ecc. Ogni azienda ha due contrapposte classi di investitori: gli azionisti e gli obbligazionisti e lo scontro tra i loro rispettivi interessi avviene essenzialmente sul fronte del debito. Un aumento dell'indebitamento sarà malvisto dai *bondholder* dal momento che, aumentando l'esposizione debitoria, aumenta la possibilità che l'azienda non sia in grado di onorare completamente tutti i crediti ricevuti, soprattutto nel caso in cui gli affari vadano male e la società sperimenti una riduzione di utili. Generalmente, invece, per gli azionisti l'aumento del debito di un'azienda è un fenomeno positivo. Tale operazione è definita leva finanziaria (*leverage*) ed è uno strumento che le società sane ed in crescita possono utilizzare per migliorare la redditività netta dei mezzi propri. Ovviamente il discorso non vale se il ricorso al debito è necessario per fare fronte a periodi di crisi o se il debito raggiunge livelli pericolosamente elevati".

Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leverage.htm>



struttura finanziaria rigida e affrancata al debito, più che focalizzata sul debitore e la sua potenziale risalita finanziaria.

Si insinua, in codesto *gap* operativo, il FIA oggetto di indagine, detto “di ristrutturazione”, il quale si occupa di crediti già concessi dalle banche e di strutturare piani di *Turnaround* a sostegno del debitore, aiutando non solo quest’ultimo ma anche, indirettamente, il sistema bancario concedendogli di ‘ripulire’ i propri bilanci e di allocare i “prenditori di fondi” su altri canali di finanziamento.

Individuato l’oggetto di investimento, elemento cardine per strutturare la costituzione di un OICR, possiamo proseguire nell’analisi degli altri aspetti ontologici previsti per il FIA di ristrutturazione, limitando la nostra attenzione oramai verso quelle disposizioni previste per i FIA statutari, chiusi e riservati.

### 2.3 La costituzione di un FIA di ristrutturazione: cenni e rinvio allo Statuto

Terreno comune a tutti gli OICR è l’autorizzazione a svolgere tale attività di gestione collettiva di risparmio riservata (in tal caso riferendosi al fatto che bisogna rispettare determinati requisiti per prestare tale servizio). Infatti, l’art. 32-*quater* del TUF dianzi citato<sup>129</sup> definisce i destinatari di tale riserva di attività, tra cui i GEFIA UE e non UE che gestiscono FIA italiani, di tipologia contrattuale o di carattere statutario.

Ontologicamente, prendendo in prestito la definizione presente nel Regolamento (UE) n. 694/2014<sup>130</sup>, i GEFIA UE chiusi sono, in via negativa, tutti i GEFIA diversi da quelli aperti, definiti come i gestori di “FIA le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell’avvio

---

<sup>129</sup> Per dovere di completezza, “l’esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo”, art. 32-*quater* “Riserva di attività”, comma 1, TUF.

<sup>130</sup> Cfr. “REGOLAMENTO DELEGATO (UE) N. 694/2014 DELLA COMMISSIONE del 17 dicembre 2013 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi”, in Gazzetta Ufficiale.



della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente tramite le attività del FIA e secondo le procedure e la frequenza stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale” (art. 1, comma 2)<sup>131</sup>.

Pertanto, per il nostro caso di specie, si vedrà che nello Statuto del gestore non si può prevedere uno scadenziario di rimborso, bensì limitate condizioni sotto le quali è permesso all’investitore la richiesta di rimborso.

Infatti, il Regolamento 694/2014, citando la disciplina presente nell’AIFMD, puntualizza, come cennato nel precedente capitolo, che per richiedere il riacquisto delle azioni debba essere “trascorso un periodo iniziale di almeno cinque anni durante il quale non è prevista la possibilità di esercitare il diritto di rimborso” (art.1, comma 5). Secondo quanto disposto per il caso nazionale dal Decreto MEF, si ricorda un’altra condizione necessaria al fine di individuare con precisione un OICR in forma chiusa, nonché le caratteristiche che occorre rispettare in sede di definizione dell’oggetto di investimento summenzionato: l’art. 10 del Decreto MEF, rubricato “FIA italiani chiusi e modalità di partecipazione”, prevede che i beni in cui è possibile investire il patrimonio raccolto sono quelli “previsti dall’articolo 4, comma 1, lettere *d*), *e*) , e *f*)

---

<sup>131</sup> Per completezza e maggiore chiarezza, si declinano le disposizioni dell’art. 1 del Regolamento su citato nella sua interezza: “1. Il GEFIA può appartenere ad una delle seguenti categorie o a entrambe: — GEFIA di FIA di tipo aperto, — GEFIA di FIA di tipo chiuso. 2. È considerato GEFIA di FIA di tipo aperto il GEFIA che gestisce un FIA le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell’avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente tramite le attività del FIA e secondo le procedure e la frequenza stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale. Per stabilire se il FIA sia o no di tipo aperto non è tenuto conto della riduzione del suo capitale collegata a distribuzioni previste nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale, compresa la riduzione autorizzata da una risoluzione degli azionisti o detentori di quote approvata in base a detto regolamento o documenti costitutivi, prospetto o documentazione promozionale. Il fatto che le quote o azioni del FIA possano essere negoziate sul mercato secondario e non siano riacquistate né rimborsate dal FIA stesso non è rilevante per stabilire se il FIA sia o no di tipo aperto. 3. È GEFIA di FIA di tipo chiuso il GEFIA che gestisce un FIA che non è del tipo descritto nel paragrafo 2. 4. Se la politica di rimborso è modificata in modo tale da determinare un cambiamento del tipo di FIA che gestisce, il GEFIA applica a tale FIA le norme relative al nuovo tipo corrispondente. 5. Ai fini dell’articolo 61, paragrafi 3 e 4, della direttiva 2011/61/UE, è considerato GEFIA di FIA di tipo chiuso anche il GEFIA che gestisce un FIA le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell’avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente dalle attività del FIA, trascorso un periodo iniziale di almeno cinque anni durante il quale non è prevista la possibilità di esercitare il diritto di rimborso”.

ovvero nei beni indicati alla lettera *b*)<sup>132</sup> dello stesso comma, diversi dalle quote o dalle azioni di Oicr aperti, in misura superiore al 20 per cento”, tra , dunque, la tipologia di crediti di nostro interesse.

Per completare la serie di circostanze che occorre osservare al fine di ultimare con successo la costituzione del FIA oggetto di indagine, si considerano di seguito le previsioni che regalano la costituzione di una SICAF.

Quest’ultima è regolata dall’art. 35-*bis*, TUF, nel rispetto anche del diritto comune nazionale<sup>133</sup>: ai fini dell’ottenimento dell’autorizzazione allo svolgimento dell’attività di gestione collettiva del risparmio, la normativa richiede che sia Banca d’Italia l’Autorità di Vigilanza preposta alla concessione dell’autorizzazione e alla tenuta di un apposito albo, sentita CONSOB, solamente a condizione che si rispettino i requisiti previsti dalla normativa, quali l’adozione della forma di società per azioni – la cui disciplina è ampiamente declinata nell’ordinamento italiano – e le altre conseguenti condizioni che generalmente si richiedono all’atto della costituzione di una Società per Azioni (puntualizzando, come è ovvio che sia, la denominazione sociale contenente le parole ‘società di gestione del risparmio’).

Tra queste, ricordiamo la sede legale nel territorio della Repubblica, il capitale sociale minimo in osservanza dei limiti di Banca d’Italia, i requisiti richiesti agli esponenti

---

<sup>132</sup> Nonché “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” (lett. *d*) e “crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr” (lett. *e*) e “altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale” (lett. *f*). Infine, sono previsti i beni, di cui alla lett. *b*), “strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato”, con le eccezioni summenzionate. All’art. 10, Decreto MEF, inoltre, si ribadisce al primo comma che il patrimonio viene investito in codesti beni nei limiti e nel rispetto delle condizioni dettate dalle Autorità di Vigilanza, secondo quanto disposto dall’art. 6, comma 1, lettera *c*), TUF, il quale prevede, appunto, che “Nell’esercizio dei poteri regolamentari, la Banca d’Italia e la Consob osservano i seguenti principi: [...]riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell’industria italiana”.

<sup>133</sup> E’ doveroso in tale punto della trattazione, annoverare quanto ANNUNZIATA, F. (2017) asserisce a proposito della disciplina della SICAF. Egli fa notare, a ragione, che codesta disciplina: “vive (...) stretta tra due crinali: da un lato, quello della disciplina societaria comune (alla quale essa si avvicina più di quanto non faccia la SICAV); dall’altro, quello della disciplina della gestione collettiva e, in generale, del mercato dei capitali”.

aziendali, la previsione nello Statuto, specificatamente per la SICAF, dell'oggetto esclusivo di "investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni e degli strumenti finanziari partecipativi indicati nello statuto stesso" (art. 35-*bis*, comma 1, lett. *f*), derogando a Banca d'Italia, mediante Regolamento, la disciplina riguardante la procedura di autorizzazione (tipico rinvio alla normativa secondaria in materia di operatività tecnica cennata nella normativa primaria)<sup>134</sup>.

Possiamo a questo punto della spiegazione esprimere compiutamente quanto previsto dal TUF nella sua ultima versione aggiornata in recepimento della nuova disciplina sulla gestione collettiva del risparmio, cercando di leggerci quella generalità dispositiva per i FIA chiusi e riservati offerta dal Decreto MEF.

---

<sup>134</sup> Nella presente nota, riportiamo l'art. 32-*bis*, TUF, nella sua interezza poiché verrà considerato nelle sue diverse disposizioni nel corso della trattazione: "1. La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza la costituzione delle Sicav e delle Sicaf se ricorrono le seguenti condizioni: *a*) è adottata la forma di società per azioni nel rispetto delle disposizioni del presente capo, *b*) la sede legale e la direzione generale della società sono situate nel territorio della Repubblica, *c*) il capitale sociale è di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia, *d*) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei secondo quanto previsto dall'articolo 13, *e*) i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15, comma 1, hanno i requisiti e soddisfano i criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 14 e non ricorrono le condizioni per il divieto previsto dall'articolo 15, comma 2, *f*) per le Sicav lo statuto prevede come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni; per le Sicaf lo statuto prevede come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni e degli strumenti finanziari partecipativi indicati nello statuto stesso, *g*) la struttura del gruppo di cui è parte la società non è tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società e sono fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5, *h*) è presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa. 2. La Banca d'Italia, sentita la Consob, con regolamento: *a*) disciplina la procedura di autorizzazione prevista dal comma 1 e le ipotesi di decadenza dalla stessa, *b*) individua la documentazione che i soci fondatori sono tenuti a presentare unitamente alla richiesta di autorizzazione e al contenuto del progetto di atto costitutivo e di statuto. 3. La Banca d'Italia attesta la conformità del progetto di atto costitutivo e di statuto alle prescrizioni di legge e di regolamento e, con riferimento alle Sicav e alle Sicaf diverse dai FIA riservati, ai criteri generali dalla stessa predeterminati. 4. I soci fondatori della Sicav o della Sicaf procedono alla costituzione della società ed ad effettuare i versamenti relativi al capitale iniziale sottoscritto entro trenta giorni dalla data di rilascio dell'autorizzazione. Il capitale iniziale deve essere interamente versato. 5. La denominazione sociale della Sicav contiene l'indicazione di società di investimento per azioni a capitale variabile. La denominazione sociale della Sicaf contiene l'indicazione di società di investimento per azioni a capitale fisso. Tali denominazioni risultano in tutti i documenti delle società. Alla Sicav e alla Sicaf non si applicano gli articoli 2333, 2334, 2335 e 2336 del codice civile; per le Sicav non sono ammessi i conferimenti in natura. 6. Nel caso di Sicav e Sicaf multicomparto, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti. Il patrimonio di una medesima Sicav può essere suddiviso in comparti costituiti esclusivamente da FIA o da OICVM".

Considerando che è necessario che sia lo Statuto il documento societario chiamato a prevedere in materia di capitale e azioni costitutive – tra cui i criteri di determinazione del valore delle azioni e il relativo prezzo di emissione e rimborso – ci limitiamo, in tale sede, a definire che tali azioni possono assumere carattere nominativo o al portatore (in tal caso è prevista l’attribuzione di un unico voto) ed hanno il medesimo valore unitario<sup>135</sup>.

Ebbene, si esclude alle SICAF l’applicazione della disciplina presente nella Sezione XI “Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare”, comprensivo gli articoli del codice civile dal 2447-*bis* al 2447-*decies* (art. 35-*quinquies*, comma 1, TUF), né soprattutto gli artt. 2349, 2350 e 2353 c.c.<sup>136</sup>, compresi nella Sezione V “Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi” e riguardanti i casi in cui tali strumenti, rispettivamente, sono emessi a favore dei prestatori di lavoro, contemplano “diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore” e rappresentino azioni di godimento (art. 35-*quinquies*, comma 5, TUF).

Dal momento che la SICAF in questione è riservata, la normativa ci permette di cogliere una certa agevolazione a tale tipologia in termini di vincoli di regolamentazione (come precedentemente espresso), dal momento che poche sono le limitazioni specifiche quando si sceglie la riservatezza dei destinatari del fondo.

Tuttavia, accanto al vantaggio di non richiedere l’approvazione della Banca d’Italia in sede di redazione dello Statuto, nella disciplina si prevede che in un contesto statutario di riservatezza si applica l’art. 2356 c.c. in materia di “Responsabilità in caso di

---

<sup>135</sup> L’art. 10, comma 2, Decreto MEF recita, infatti quanto segue: “Il patrimonio del FIA è raccolto, secondo le modalità stabilite dal regolamento o dallo statuto, mediante una o più emissioni di quote o azioni di eguale valore unitario. Il regolamento o lo statuto del FIA disciplina le modalità concernenti le emissioni successive alla prima”.

<sup>136</sup> Presentiamo di seguito le rubriche rispettive di codesti articoli del Codice Civile: art. 2350 “Diritto agli utili e alla quota di liquidazione”, art. 2353 “Azione di godimento”, art. 2447-*bis* “Patrimoni destinati ad uno specifico affare”, art. 2447-*ter* “Deliberazione costitutiva del patrimonio destinato”, art. 2447-*quater* “Pubblicità della costituzione del patrimonio destinato”, art. 2447-*quinquies* “Diritti dei creditori”, art. 2447-*sexies* “Libri obbligatori e altre scritture contabili”, art. 2447-*septies* “Bilancio”, art. 2447-*octies* “Assemblee speciali”, art. 2447-*nonies* “Rendiconto finale”, art. 2447-*decies* “Finanziamento destinato ad uno specifico affare”, art. 2349 “Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro”.

trasferimento di azioni non liberate”, elemento invece espressamente escluso nei casi di non riservatezza (art. 35-*quinquies*, comma 5, TUF). In tutti i casi è assolutamente vietato alle SICAF emettere obbligazioni (art. 35-*quinquies*, comma 6, TUF)<sup>137</sup>.

Possiamo, a questo punto della analisi, riprendere quanto precedentemente asserito in termini di destinatari dell’attività di gestione collettiva del risparmio.

Nonostante il Decreto MEF stabilisca, in materia di OICR italiani riservati, che sia possibile da statuto “prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali”, a condizione di una sottoscrizione di azioni non inferiore cinquecentomila euro (così come era previsto nella previgente normativa nel designare le caratteristiche dei fondi speculativi), si giustifica l’esclusione di taluni investitori non professionali tra i destinatari del FIA di ristrutturazione con l’asserzione secondo cui la portata notevole del problema legato ai crediti deteriorati possa essere sostenuta con capacità ed esperienza soltanto da investitori professionali *ex MIFID II*.

## 2.4 Ulteriori previsioni normative: commercializzazione, obblighi informativi e modalità di partecipazione

Contestualmente allo svolgimento dell’attività di gestione, è concesso eseguire anche l’attività di commercializzazione, come definita nel capitolo precedente, disciplinato

---

<sup>137</sup> Art. 35-*quinquies*, “Capitale e azioni delle Sicaf”, TUF: “1. Alla Sicaf non si applicano gli articoli da 2447-*bis* a 2447-*decies* del codice civile. 2. Le azioni della Sicaf possono essere nominative o al portatore secondo quanto stabilito dallo statuto. Le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute. 3. Lo statuto della Sicaf indica le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli eventuali strumenti finanziari partecipativi emessi. 4. Lo statuto della Sicaf può prevedere: *a*) limiti all'emissione di azioni nominative, *b*) particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative, *c*) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti, *d*) la possibilità di emettere frazioni di azioni, fermo restando che l'attribuzione e l'esercizio dei diritti sociali sono comunque subordinati al possesso di almeno un'azione, secondo la disciplina del presente capo, *e*) nel caso di Sicaf riservata e fermo restando quanto previsto dall'articolo 35-*bis*, comma 4, la possibilità di effettuare i versamenti relativi alle azioni sottoscritte in più soluzioni, a seguito dell'impegno dell'azionista a effettuare il versamento a richiesta della Sicaf stessa in base alle esigenze di investimento. 5. Alle Sicaf non si applicano gli articoli 2349, 2350, commi secondo e terzo, e 2353 del codice civile. Alle Sicaf non riservate a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39 non si applica, altresì, l'articolo 2356 del codice civile. 6. Le Sicaf non possono emettere obbligazioni”.

per il caso di specie dall'art. 43, TUF, come recepito dalla AIFMD: solamente nel caso in cui il gestore sia stato autorizzato al di fuori del territorio italiano è richiesta una notifica a CONSOB, la quale, in coordinamento di Banca d'Italia, esprime un parere favorevole o meno riguardo la possibilità di effettivo svolgimento dell'attività nel perimetro nazionale<sup>138</sup>.

---

<sup>138</sup> Art. 43, “Commercializzazione di FIA riservati”, TUF: “1. La commercializzazione di FIA è l’offerta, anche indiretta, su iniziativa o per conto del gestore, delle quote o azioni del FIA gestito rivolta ad investitori residenti o aventi sede legale nel territorio dell’UE. 2. La commercializzazione in Italia delle quote o delle azioni di FIA italiani riservati, FIA UE e FIA non UE gestiti da una Sgr o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia e la commercializzazione in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia, nei confronti di investitori professionali, delle quote o azioni di FIA italiani, FIA UE e FIA non UE gestiti da una Sgr o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia, sono precedute da una notifica alla Consob. La Consob trasmette tempestivamente alla Banca d’Italia le informazioni contenute nella notifica e i documenti ivi allegati. 3. La notifica contiene: *a)* la lettera di notifica, corredata del programma di attività che individua il FIA oggetto della commercializzazione e lo Stato di origine del FIA, *b)* il regolamento o lo statuto del FIA; *c)* l’identità del depositario del FIA; *d)* la descrizione del FIA e le altre informazioni messe a disposizione degli investitori ai sensi dell’articolo 6, comma 2, lettera *a)*, n. 3-*bis*), e della relativa disciplina attuativa, *e)* l’indicazione dello Stato d’origine dell’OICR master se l’OICR oggetto di commercializzazione è un OICR feeder, *f)* se rilevante, l’indicazione dello Stato dell’UE diverso dall’Italia in cui le quote o azioni del FIA saranno commercializzate, *g)* le informazioni sulle modalità stabilite per impedire la commercializzazione delle quote o azioni del FIA nei confronti di investitori al dettaglio. A tal fine, il regolamento o lo statuto e la documentazione messa a disposizione degli investitori prevedono che le quote o le azioni dei FIA possono essere commercializzate solo nei confronti di investitori professionali. 4. La Consob, d’intesa con la Banca d’Italia, se non sussistono motivi ostativi, entro 20 giorni lavorativi dal ricevimento della notifica: *a)* comunica alla Sgr o al GEFIA non UE che può avviare la commercializzazione in Italia delle quote o azioni del FIA oggetto della notifica. Nel caso di commercializzazione in Italia di un FIA UE, la comunicazione è effettuata anche nei confronti dell’autorità competente dello Stato d’origine del FIA, *b)* trasmette all’autorità competente dello Stato dell’UE diverso dall’Italia in cui la Sgr o il GEFIA non UE intende commercializzare il FIA il fascicolo di notifica che include la documentazione prevista dal comma 3 e l’attestato di cui al comma 5. La Consob informa tempestivamente il gestore dell’avvenuta trasmissione del fascicolo di notifica. Il gestore non può avviare la commercializzazione prima della ricezione di tale comunicazione. 5. La Banca d’Italia esprime la propria intesa sui profili indicati dalle lettere *a)*, *b)*, *c)* ed *e)* del comma 3, e in ordine all’adeguatezza del gestore a gestire il FIA oggetto di notifica. Nel caso di commercializzazione in uno Stato membro dell’UE diverso dall’Italia, la Banca d’Italia, ove rilasci la propria intesa, attesta che il gestore è autorizzato a gestire il FIA oggetto di notifica. 6. La Consob, sentita la Banca d’Italia, definisce con regolamento le procedure per la notifica prevista dal comma 2. 7. Nel caso di modifiche rilevanti delle informazioni e dei documenti indicati nel comma 3, il gestore comunica tali modifiche alla Consob almeno trenta giorni prima della relativa vigenza o, nel caso di modifiche che non è possibile pianificare, non appena esse intervengono. La Consob trasmette tempestivamente alla Banca d’Italia le informazioni contenute nella notifica ed i documenti alla stessa allegati. Entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione la Consob e la Banca d’Italia, nell’ambito delle rispettive competenze, possono disporre il divieto della modifica. 8. La commercializzazione in Italia, a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39, delle quote o azioni di FIA italiani riservati, FIA UE e non UE gestiti da un GEFIA UE o da un GEFIA non UE autorizzato in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia, è preceduta da una notifica alla Consob da parte dell’autorità dello Stato membro di origine per ciascun FIA oggetto di commercializzazione. La Consob trasmette tempestivamente alla Banca d’Italia le informazioni contenute nella notifica e i documenti alla stessa allegati. Nel caso di

Per quanto concerne gli obblighi informativi, nuovamente ci affidiamo a quanto predisposto dal Decreto MEF, come derogato dall'art. 39 del TUF.

Si prevede, infatti, che, in principio generale, i FIA italiani (comprese dunque anche le SICAF) hanno l'obbligo di rendere disponibile, oltre all'informativa prevista dal codice civile, anche la politica di investimento *ex ante*, nonché al momento dell'attività di offerta delle azioni costituenti il patrimonio dell'OICR, poiché funzionale ad una scelta consapevole da parte dell'investitore.

*Ex post*, di contro, in sede di gestione operativa dell'OICR, la documentazione da fornire è caratterizzata, per il caso di specie, dai seguenti allegati: il libro giornale, la relazione annuale, la relazione semestrale e un prospetto riguardante il valore del portafoglio del singolo FIA – questi ultimi tre documenti da fornirsi in via gratuita agli investitori che ne facciano richiesta (art. 3, Decreto MEF)<sup>139</sup>.

Recentemente vi era, nel Giugno 2017, in consultazione per CONSOB e Banca d'Italia un documento concernente la “razionalizzazione degli obblighi informativi delle SGR e degli organismi di investimento collettivo del risparmio e ulteriori interventi di adeguamento”.

---

commercializzazione di quote o azioni di FIA italiani resta fermo quanto previsto nell'articolo 41-ter, commi 2 e 3. La Consob, sentita la Banca d'Italia, definisce con regolamento la procedura per la notifica prevista dal presente comma. 9. Le disposizioni del presente articolo relative alle Sgr, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE si applicano anche ai FIA italiani, ai FIA UE e ai FIA non UE che gestiscono i propri patrimoni”.

<sup>139</sup> Art. 3, “Obblighi Informativi per i FIA italiani”, Decreto MEF: “1. In aggiunta alle scritture prescritte per le imprese commerciali dal codice civile, la Sgr, la Sicav e la Sicaf redigono, per ciascun FIA gestito o commercializzato nell'Unione: a) il libro giornale nel quale devono essere annotate, giorno per giorno, le operazioni relative alla gestione del FIA e le operazioni di emissione e di rimborso delle quote o delle azioni, b) la relazione annuale da mettere a disposizione degli investitori entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi, c) la relazione semestrale relativa ai primi sei mesi di ogni esercizio, da mettere a disposizione degli investitori entro due mesi dalla fine del periodo di riferimento, d) un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del FIA, con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote. 2. I documenti di cui al comma 1, lettere b), c) e d), sono forniti gratuitamente agli investitori che ne fanno richiesta. 3. Se il FIA è tenuto a pubblicare una relazione finanziaria annuale ai sensi dell'articolo 154-ter del TUF, sono fornite agli investitori su richiesta solo le informazioni supplementari”.

Tale iniziativa ci interessa nella misura in cui operativamente le Autorità di Vigilanza si confrontano per omogeneizzare la disciplina di trasparenza informativa specialmente per le SICAF *ex AIFMD* – introdotte in Italia recentemente rispetto a tutte le altre forme ricomprese nella disciplina italiana sugli OICR.

In particolare, si è convenuto verso l'introduzione di nuovi obblighi segnaletici per le SICAF e nuove previsioni in termini di contenuto circa quanto presentato nel Bilancio della stessa.

Di fatti, confluite tali disposizioni nel Documento CONSOB concernente gli obblighi informativi che devono essere forniti da parte dei soggetti vigilati<sup>140</sup>, è presente una sezione dedicata a SICAV e SICAF.

Se queste ultime non prevedessero un sistema eterogestito<sup>141</sup> (nonché non contemplassero nella propria struttura di OICR il gestore esterno che nel caso di specie è previsto), dovrebbero, in regime di autogestione, fornire un'informativa periodica e ad evento, comprensiva anche di dati strutturati.

Tale puntualizzazione, tuttavia, non esclude la presenza di adempimenti di trasparenza da parte del gestore esterno, in regime di eterogestione, nei confronti della SICAF che dovrà rispondere agli investitori, quale primo referente per questi ultimi.

Difatti, il Decreto MEF non opera distinzioni in sede di enunciazione dei fattori componenti l'informativa obbligatoria da rispettarsi nel più ampio adempimento del principio di trasparenza nel mercato, rilasciandolo probabilmente al tecnicismo di competenza delle Autorità di Vigilanza.

Dal momento che, per esigenze di chiarezza e completezza, l'aspetto del regime di eterogestione verrà ripreso successivamente in sede di affinamento della definizione ontologica dell'OICR oggetto di tesi, si prosegue declinando brevemente gli ultimi due

---

<sup>140</sup> Cfr. “*MANUALE DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI DEI SOGGETTI VIGILATI* *Delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010, aggiornata con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 e con delibera n. 20197 del 22 novembre 2017*”, CONSOB.

<sup>141</sup> Nella sezione dedicata agli obblighi informativi richiesti dalle Sicav e dalle Sicaf del Manuale CONSOB summenzionato, è chiaramente precisato in nota che “I presenti obblighi informativi non si applicano alle SICAV e alle SICAF che designano un gestore esterno ai sensi dell’art. 38 del TUF”.



aspetti mancanti (modalità di negoziazione e politiche remunerative) perché funzionali al completamento della disamina disciplinare.

In particolare, la normativa prevede, al comma 2, art. 10 del Decreto MEF, che in sede di negoziazione e in materia di modalità di partecipazione, il patrimonio di un FIA chiuso si costituisca mediante raccolta di capitale osservando le modalità previste dallo Statuto<sup>142</sup>.

Inoltre, si statuisce che i partecipanti, al momento del pagamento dell'ammontare costituente la quota parte di azioni che si desidera possedere, possono decidere di versare tale importo anche con "crediti certi, liquidi ed esigibili detenuti nei confronti del fondo" e, nel caso specifico di forma riservata, sono ammessi anche il conferimento di beni in natura (art. 10, comma 6).

In termini di tempistiche di versamento, per i FIA riservati "i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta del gestore in base alle esigenze di investimento del FIA medesimo" (art. 10, comma 7)<sup>143</sup>, oltre al fatto che "le azioni dei FIA italiani riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera *d*), del TUF (circa i servizi e le attività di investimento<sup>144</sup>), a soggetti diversi da quelli indicati (...) nello statuto del FIA".

---

<sup>142</sup> Testualmente, "il patrimonio del FIA è raccolto, secondo le modalità stabilite dal regolamento o dallo statuto, mediante una o più emissioni di quote o azioni di eguale valore unitario. Il regolamento o lo statuto del FIA disciplina le modalità concernenti le emissioni successive alla prima", art. 10, comma 2, Decreto MEF.

<sup>143</sup> Rispettivamente, il comma 6 dell'art. 10, Decreto MEF, enuncia che "I partecipanti a un FIA chiuso o a un suo eventuale comparto versano un importo corrispondente al valore delle quote o delle azioni sottoscritte; tale importo può essere costituito da crediti certi, liquidi ed esigibili detenuti nei confronti del fondo. I partecipanti a un FIA riservato possono altresì sottoscrivere le quote o le azioni del FIA riservato o di un suo comparto mediante conferimento di beni in natura o di crediti", mentre il comma 7 del medesimo articolo, precisa che "I versamenti relativi alle quote o azioni sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento o nello statuto del FIA. Nel caso di FIA riservati, i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta del gestore in base alle esigenze di investimento del FIA medesimo".

<sup>144</sup> Tra i "servizi e attività di investimento" vi sono, al comma 5, art. 1, TUF: "*a*) negoziazione per conto proprio, *b*) esecuzione di ordini per conto dei clienti, *c*) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base

Tali disposizioni confermano, dunque, il carattere di flessibilità di cui gode un FIA destinato ad investitori professionali, offrendo, anche in materia di modalità di rimborso incluso anche quello anticipato su richiesta del cliente o del gestore stesso, spazi di discrezionalità da formalizzare all'interno dello Statuto.

In tema di politiche e prassi remunerative, a modesto avviso di chi scrive, è di maggiore importanza ed interesse comprendere i principi sottostanti di cui all'Allegato II della AIFMD<sup>145</sup> relativo appunto a codesto aspetto.

Non vi sono, infatti, disposizioni specifiche e di dettaglio nella normativa europea in merito alle strategie e modalità operativamente vigenti in sede di determinazione della remunerazione degli esponenti aziendali del gestore, senza in alcun caso prescindere dal principio di proporzionalità<sup>146</sup>.

---

di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, *c-bis*) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, *d*) gestione di portafogli, *e*) ricezione e trasmissione di ordini, *f*) consulenza in materia di investimenti, *g*) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, *g-bis*) gestione di sistemi organizzati di negoziazione”.

<sup>145</sup> Per eccessiva numerosità di codesti principi, si riportano semplicemente i primi due paragrafi dell'Allegato II all'AIFMD, invitando il lettore a una rapida lettura di quest'ultimi in altra sede: “1. Nell'elaborare e nell'applicare le politiche remunerative complessive, che comprendono le retribuzioni e benefici pensionistici discrezionali, per le categorie di personale tra cui gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei GEFIA o dei FIA che gestiscono, i GEFIA si attengono, secondo modalità e nella misura appropriate alle loro dimensioni, alla loro organizzazione interna e alla natura, portata e complessità delle loro attività, ai seguenti principi [...].2. I principi di cui al paragrafo 1 si applicano a remunerazioni di qualsiasi tipo versate dal GEFIA, a qualsiasi importo versato direttamente dal FIA stesso, inclusa la commissione di gestione, e a qualsiasi trasferimento di quote o azioni del FIA, eseguito a vantaggio di tali categorie di personale, tra cui gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sul loro profilo di rischio o sui profili di rischio del FIA che gestiscono”.

<sup>146</sup> “Analogamente al principio di sussidiarietà, il principio di proporzionalità regola l'esercizio delle competenze esercitate dall'Unione europea. Esso mira a inquadrare le azioni delle istituzioni dell'UE entro certi limiti. In virtù di tale regola, l'azione dell'UE deve limitarsi a quanto è necessario per raggiungere gli obiettivi fissati dai trattati. In altre parole, il contenuto e la forma dell'azione devono essere in rapporto con la finalità perseguita. Il principio di proporzionalità è illustrato nell'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il protocollo (n. 2) sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità, allegato ai trattati, specifica i criteri di applicazione di questo principio”, cfr. <https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/proportionality.html?locale=it>

Ci aiuta a tal proposito quanto linearmente asserisce Assogestioni in un documento pubblicato all'alba del recepimento dell'AIFMD<sup>147</sup>: nel caso specifico in cui l'ammontare remunerativo sia funzione dei risultati, esso può dipendere da due variabili, il risultato del singolo FIA (secondo "criteri finanziari e non finanziari"<sup>148</sup>) e quello del gestore dello stesso, considerato nella sua interezza, l'ottica pluriennale della politica di investimento e dell'attività di gestione in generale ed, altresì (in sede di pagamento), la presenza di eventuali disposizioni contestuali di rimborso qualora prioritario.

Nella ponderazione tra componenti fisse e variabile è da ritenersi centrale il fattore del rischio inerente all'attività stessa di gestione collettiva del risparmio (dette anche dalla normativa "funzioni minime", come dianzi precisato).

Inoltre, occorre costituire codesta politica remunerativa sul principio di flessibilità che si riflette sulla componente variabile della remunerazione, al fine di esentare il pagamento di quest'ultima in caso di *performance* non sufficientemente capiente (secondo un sistema di "*waterfall remuneration*"<sup>149</sup>).

A tal proposito, la disposizione consente di differirne per il 40%, anche in circostanze di rimborso (materia ripresa nel capitolo terzo in sede di trattazione della gestione dei conflitti di interesse).

---

<sup>147</sup> Cfr. "TASK FORCE ASSOGESTIONI PER L'ATTUAZIONE IN ITALIA DELLA DIRETTIVA SUI GESTORI DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI, c.d. DIRETTIVA AIFM, Aprile 2013", ASSOGESTIONI.

<sup>148</sup> Precisamente, al punto g) del paragrafo 1, Allegato II, AIFMD, "quando la remunerazione è legata ai risultati, l'importo totale della remunerazione è basato su una combinazione di valutazioni dei risultati del singolo e dell'unità aziendale interessata o del FIA interessato e dei risultati generali del GEFIA, e nella valutazione dei risultati individuali vengono considerati criteri finanziari e non finanziari".

<sup>149</sup> "A waterfall payment is a type of payment scheme in which higher-tiered creditors receive interest and principal payments first, while the lower-tiered creditors receive interest and principal payments after the higher-tiered creditors are paid in full. Debtors typically structure these schemes to prioritize the highest principal loans first as they are likely the most expensive", cfr. <https://www.investopedia.com/terms/w/waterfallpayment.asp>

## 2.5 L'eterogestione del FIA di *Turnaround*: un presidio per il principio di “*segregation of duties*”

L'ultimo elemento che analizziamo come funzionale all'identificazione della tipologia di FIA oggetto di indagine è proprio il regime di gestione (“auto” o “etero”) a cui si decide di sottostare in sede di costituzione.

Un FIA che si prefigge di prevedere all'interno della una politica di investimento l'operatività in materia di *restructuring* può essere istituito sotto un regime di eterogestione (sacrificando la scelta del regime di autogestione): se i primi fattori identificativi sono stati giustificati appellandoci ai fattori costituenti l'*asset* oggetto di investimento (l'illiquidità dello stesso necessità la forma chiusa) e alla rilevanza del contesto che porta con sé la materia “crediti deteriorati” (che richiede esperienza e struttura solida di gestione proprie della riservatezza agli investitori esclusivamente professionali e della tipologia statutaria), quest'ultimo elemento, atto a completare la trattazione sull'ontologia del FIA oggetto del presente lavoro, deriva dalla necessità di mettere in campo tutti quegli strumenti funzionali al rispetto della separatezza nel *management* e della completa tutela dell'investitore.

Etimologicamente, codesta forma di gestione è caratterizzata dall'essere svolta *sub* delega da un gestore, appunto, esterno<sup>150</sup> e, in tale contesto, governa una netta divisione di responsabilità e ruoli che si chiarifica nella disposizione dell'art. 38, TUF: si asserisce, in questa sede, che è lo Statuto a dover prevedere esplicitamente il regime di eterogestione (art. 38, comma 1, lett. *f*, punto 2) e, in particolare, che, accanto alle condizioni precedentemente rimarcate in tema di autorizzazione di una SICAF, occorre rendere evidente anche la circostanza per cui “la stipula di un accordo tra il gestore, se diverso da una Sgr, e il depositario” assicuri “a quest'ultimo la disponibilità delle

---

<sup>150</sup> Etimologicamente “etero” dal greco ἕτερος, ἕτερο in quale corrisponde nella lingua italiana ad ‘altro, diverso’, cfr. <http://www.treccani.it/vocabolario/ricerca/ETERO/>

informazioni necessarie per lo svolgimento delle proprie funzioni, secondo quanto previsto nell'articolo 41-*bis*, comma 2-*bis*" (art. 38, comma 1, lett. g)<sup>151</sup>.

In aggiunta a codeste previsioni, affermiamo che l'attività di gestione collettiva del risparmio raccolto in sede di costituzione del FIA oggetto di tesi, in veste di SICAF riservata, è interamente affidata al gestore esterno, il quale automaticamente se ne assume la responsabilità.

La conseguenza di codesta previsione è sita nella previsione per cui gli amministratori della SICAF stessa rivestono un ulteriore ruolo di *vigilantes*, ai quali tuttavia continua ad applicarsi il regime di responsabilità degli amministratori in senso stretto (cioè in quanto responsabili della gestione della società stessa, a prescindere dalla tipologia dell'oggetto sociale), e non in quanto referenti di un patrimonio gestito collettivamente, separatamente ed in autonomia.

Occorre porre molta attenzione a tale circostanza, poiché l'adozione di un *framework* di eterogestione consente l'applicazione dell'art. 2391 c.c.<sup>152</sup> agli amministratori del

---

<sup>151</sup> Per completezza, l'art. 38, rubricato "*Sicav e Sicaf che designano un gestore esterno*" asserisce quanto segue: "1. La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza la costituzione di Sicav e di Sicaf che designano per la gestione del proprio patrimonio un gestore esterno quando ricorrono le seguenti condizioni: a) è adottata la forma di società per azioni nel rispetto delle disposizioni del presente capo, b) la sede legale e la direzione generale della società sono situate nel territorio della Repubblica, c) il capitale sociale è di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia, d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei secondo quanto previsto dall'articolo 13, e) i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15, comma 1, posseggono i requisiti di onorabilità e soddisfano i criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 14 e non ricorrono le condizioni per l'adozione del divieto previsto dall'articolo 15, comma 2, f) nello statuto è previsto: 1) per le Sicav, come oggetto sociale esclusivo, l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni; per le Sicaf, come oggetto sociale esclusivo, l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi previsti dallo statuto stesso, 2) l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata. g) la stipula di un accordo tra il gestore, se diverso da una Sgr, e il depositario che assicura a quest'ultimo la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento delle proprie funzioni, secondo quanto previsto nell'articolo 41-*bis*, comma 2-*bis*. 2. Si applica l'articolo 35-*bis*, commi 3, 4, 5 e 6".

<sup>152</sup> Art. 2391 "Interessi degli amministratori", c.c.: "1. L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile. 2. Nei casi previsti dal precedente comma la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione. 3. Nei casi di inosservanza a quanto disposto nei due precedenti commi del presente articolo ovvero nel caso di deliberazioni del consiglio o

gestore esterno da parte dei soci della SICAF, altrimenti non concesso nel caso di mera delega dell'attività di gestione collettiva del risparmio (e del relativo rischio) senza prevederlo da Statuto.

A tal proposito, l'art. 33 ("Attività esercitabili"), comma 4<sup>153</sup>, TUF, predispone che, in caso di delega, ugualmente la SGR, la SICAV e la SICAF restano responsabili nei confronti degli investitori per lo svolgimento dell'attività dal soggetto delegato.

In tema dunque di attribuzione e azione di responsabilità, applicare l'art. 2391 c.c., rubricato appunto "Interessi degli amministratori", equivale a prevedere per i *CEOs* del gestore esterno un rigido ma chiaro regime di trasparenza quando emergono interessi personali da coinvolgimento in operazioni riguardanti la gestione della società, interessi che possono compromettere il rispetto dell'oggetto esclusivo della stessa.

In particolare, è doveroso ricordare quanto previsto nei commi 2 e 3 del presente articolo, i quali prevedono due principi immediati ed esaustivi: la responsabilità personale dell'amministratore per danni alla società cagionati, rispettivamente, da una propria condotta od omissione compromettenti e/o dall'uso a proprio vantaggio e a favore di terzi di "dati, notizie o opportunità di affari appresi del suo incarico" (esplicitati in nota precedentemente).

Codesto articolo è prodromico alla disciplina del conflitto di interessi (denominatore comune anche della disciplina dell'abuso di mercato, e specificatamente dell'*insider trading*) che ci permette di asserire con cognizione di causa che la struttura eterogestita

---

del comitato esecutivo adottate con il voto determinante dell'amministratore interessato, le deliberazioni medesime, qualora possano recare danno alla società possono essere impugnate dagli amministratori e dal collegio sindacale entro novanta giorni dalla loro data; l'impugnazione non può essere proposta da chi ha consentito con il proprio voto alla deliberazione se sono stati adempiuti gli obblighi di informazione previsti dal primo comma. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione. 4. L'amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione. 5. L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico".

<sup>153</sup> Più precisamente, codesto comma enuncia che: "Le Sgr, le Sicav e le Sicaf possono delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi di cui al presente capo. La delega è effettuata con modalità tali da evitare lo svuotamento di attività della società stessa ed è esercitata nel rispetto delle disposizioni in materia di esternalizzazione di funzioni previste in attuazione dell'articolo 6, comma 1, lettera c-bis), numero 8), e comma 2-bis), ferma restando la responsabilità della Sgr, della Sicav e della Sicaf nei confronti degli investitori per l'operato dei soggetti delegati".

offre al cliente, in termini di tutela dell'investitore (obiettivo di vigilanza), un presidio di supervisione sull'operato del soggetto gestore ulteriore rispetto a quanto previsto in regime di autogestione e che adempie all'osservanza del principio di '*segregation of duties*', se affrontato con efficienza economico-organizzativa del soggetto operatore, in maniera certamente più incisiva di quella che si adotterebbe in caso di previsione di delega e quindi della disciplina anteposta, la quale nella sostanza non modificherebbe 'in positivo' l'assetto di garanzie tutelanti l'investitore.

## 2.6 Il depositario

In codesta rete di rapporti tra soggetti operanti nel settore del mercato finanziario specifico dell'attività di gestione collettiva del risparmio, è doveroso soffermarsi nuovamente su un altro attore di notevole importanza e oramai, come anticipato nel precedente capitolo, un presidio di ulteriore tutela per l'investitore finale in sede di supervisione dell'attività del soggetto gestore: il depositario.

La disciplina di quest'ultimo è stata oggetto di numerose rivisitazioni e rafforzamento normativo nell'attribuzione di compiti di vigilanza ulteriori a quelli richiesti all'Autorità di Vigilanza.

Innanzitutto, i soggetti finanziari che possono assolvere a tale mansione, continuando al riferirci direttamente al TUF, sono enunciati al Capo III del Titolo III del TUF, normante la figura del depositario.

All'art. 47, infatti, si prevede che, al momento della designazione dell'incarico, la scelta del gestore deve ricadere tra determinate categorie di intermediari finanziari previsti dalla legge, quali "banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche" (comma 2) e soprattutto tale incarico deve

tassativamente essere conferito ad unico soggetto tra quelli *supra* enunciati (comma 1), previa autorizzazione dal Banca d'Italia, sentita la CONSOB (comma 3)<sup>154</sup>.

Il depositario, nel rispetto del principio di indipendenza e dell'interesse del FIA per cui agisce, secondo quanto statuito dal contratto di deposito<sup>155</sup>, esercita, congiuntamente alla propria attività di deposito con correttezza e diligenza nel rispetto della disciplina in merito<sup>156</sup>, anche l'attività di vigilanza sull'operato del soggetto gestore: nel caso di specie si richiede un'attenzione particolare da parte del depositario, essendo il regime adottato di tipo eterogestito.

In sede di monitoraggio, interessa non solo l'ambito del *cash flow management*, ma anche gli strumenti finanziari da custodire e controllare, soprattutto in termini di legittimità di presenza degli stessi all'interno del portafoglio di investimento del FIA. Il depositario è una 'sentinella' che costituisce un ulteriore punto di contatto del *network* di relazioni proprie del FIA, a completo supporto delle Autorità di Vigilanza (art. 48, TUF<sup>157</sup>).

---

<sup>154</sup> L'art. 47 "Incarico del depositario", TUF, esprime quanto segue: "1. Per ciascun Oicr il gestore conferisce l'incarico di depositario a un unico soggetto, cui sono affidati i beni dell'Oicr secondo quanto previsto nel presente capo. 2. L'incarico di depositario può essere assunto da banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche. 3. La Banca d'Italia autorizza l'esercizio delle funzioni di depositario e disciplina, sentita la Consob, le condizioni per l'assunzione dell'incarico. 4. Gli amministratori e i sindaci del depositario riferiscono senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione del gestore e nella gestione degli Oicr e forniscono, su richiesta della Banca d'Italia e della Consob, informazioni su atti o fatti di cui sono venuti a conoscenza nell'esercizio delle funzioni di depositario".

<sup>155</sup> Tale contratto è chiaramente, in regime di eterogestione, un "negoziato trilaterale", come asserisce ANNUNZIATA, F. (2017), riferendosi ad una citazione di VENEZIANO, D. (2016) da un estratto di quest'ultimo presente nel libro "*Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*", a cura di D'APICE, R. (2016).

<sup>156</sup> La disciplina del depositario è presente nel Capo XII "*Del deposito*", del codice civile, con particolare attenzione alla Sezione I "*Del deposito in generale*", dall'art. 1766 che definisce la nozione all'art. 1782, "*Deposito irregolare*".

<sup>157</sup> "1. Il depositario agisce in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti all'Oicr. Esso adotta ogni misura idonea a prevenire potenziali conflitti di interesse tra l'esercizio delle funzioni di depositario e le altre attività svolte. 2. Il depositario adempie agli obblighi di custodia degli strumenti finanziari ad esso affidati e alla verifica della proprietà nonché alla tenuta delle registrazioni degli altri beni. Se non sono affidate a soggetti diversi, detiene altresì le disponibilità liquide degli Oicr. 3. Il depositario, nell'esercizio delle proprie funzioni: a) accerta la legittimità delle operazioni di vendita, emissione, riacquisto, rimborso e annullamento delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi dell'Oicr,



Da codesti margini di azione e segnalazione da parte del depositario, come previsto per legge, derivano anche doveri e responsabilità dello stesso, soprattutto in materia di custodia dei beni, evitando di recarvi danno (art. 49, TUF<sup>158</sup>).

Esso è chiaramente responsabile di qualsiasi danno recato ai beni in custodia, qualora ovviamente non riesca a dimostrare che i suoi interventi posti in campo per assolvere agli obblighi della propria funzione di custodia siano stati tutti quelli sufficienti e necessari affinché i beni fossero custoditi correttamente – banalmente, ha l'onere della prova in sede di dimostrazione di non colpa e non dolo nell'esercizio delle sue funzioni,

---

b) accerta la correttezza del calcolo del valore delle parti dell'Oicr, c) accerta che nelle operazioni relative all'Oicr la controprestazione sia rimessa nei termini d'uso, d) esegue le istruzioni del gestore se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza, e) monitora i flussi di liquidità dell'Oicr, nel caso in cui la liquidità non sia affidata al medesimo. 3-bis. Il depositario può svolgere altre attività nei confronti del gestore, incluso il calcolo del valore delle parti dell'OICVM, ferma restando l'applicazione della disciplina in materia di esternalizzazione ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c-bis), numero 8), e comma 2-bis e a condizione che separi, sotto il profilo gerarchico e funzionale, l'espletamento delle funzioni di depositario dagli altri suoi compiti potenzialmente confliggenti e che i potenziali conflitti di interesse siano identificati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori dell'Oicr. 4. La Banca d'Italia, sentita la Consob, emana disposizioni di attuazione del presente articolo, anche con riferimento all'individuazione dei soggetti diversi dal depositario cui possono essere affidate le disponibilità liquide, alle modalità di deposito di tali disponibilità liquide, nonché alle condizioni per la delega della custodia e il riutilizzo dei beni dell'Oicr da parte del depositario", art. 48 "Compiti del depositario", TUF.

<sup>158</sup> Nelle sue intenzioni, l'art. 49, rubricato "Responsabilità del depositario", TUF, asserisce quanto segue: "1. Il depositario è responsabile nei confronti del gestore e dei partecipanti all'Oicr di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. 2. In caso di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia, il depositario, se non prova che l'inadempimento è stato determinato da caso fortuito o forza maggiore, è tenuto a restituire senza indebito ritardo strumenti finanziari della stessa specie o una somma di importo corrispondente, salva la responsabilità per ogni altra perdita subita dall'Oicr o dagli investitori in conseguenza del mancato rispetto, intenzionale o dovuto a negligenza, dei propri obblighi. 3. In caso di perdita di strumenti finanziari da parte del terzo al quale è stata delegata la custodia, resta impregiudicata la responsabilità del depositario, fatta salva l'eventuale stipula di accordi scritti tra il gestore, il depositario e il terzo al quale è stata delegata la custodia, volti a determinare l'assunzione in via esclusiva della responsabilità da parte del terzo. Per l'eventuale stipula di tali accordi il gestore, il depositario e il terzo si attengono alla disciplina, stabilita dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, che individua i casi in cui tali accordi sono consentiti e il loro contenuto minimo. 4. In caso di assunzione in via esclusiva della responsabilità da parte del terzo ai sensi del comma 3, esso risponde ai sensi del comma 2. Resta impregiudicata la responsabilità del terzo, qualora deleghi a sua volta la custodia degli strumenti finanziari a un altro soggetto, fatta salva la possibilità di accordi secondo quanto previsto dal comma 3".

specialmente qualora il danno recato fosse inevitabile con qualsiasi mezzo a disposizione<sup>159</sup>.

Le funzioni di custodia dei beni del gestore in nome del FIA e di supervisione della legittimità delle operazioni poste in essere dal gestore devono essere necessariamente lette sotto la lente degli obiettivi generali di vigilanza di buon funzionamento del mercato, sana e prudente gestione, tutela dell'investitore.

In sede di declinazione delle singole parti dello Statuto del FIA oggetto di tesi, verranno precisati ulteriori punti di disciplina del rapporto tra la figura del depositario ed il gestore, secondo quanto è anche previsto dalla normativa tecnica secondaria a cui l'art. 48, TUF esplicitamente rimanda.

### **3. Conclusioni: *wrap-up* dell'ontologia propria del FIA di *Turnaround***

Per concludere codesta trattazione, è dunque chiaro che il FIA oggetto di indagine, il cui Statuto sarà delineato nel prossimo capitolo, si identifica in una SICAF riservata esclusivamente ad investitori professionali ed eterogestita<sup>160</sup>, il cui oggetto di investimento sono i crediti deterioranti mediante i quali finalizzare l'operazione di

---

<sup>159</sup> In particolare, ANNUNZIATA, F. (2017) asserisce a ragione che “la responsabilità verso i partecipanti al fondo è di natura aquiliana (art. 2043 ss., c.c.), mentre quella verso la società di gestione è di natura contrattuale (art. 1218, c.c.)”. E' doveroso precisare che per “responsabilità aquiliana” si intende essere responsabili in via extracontrattuale per cui “qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno” (art. 2043, c.c.), mentre la responsabilità contrattuale si manifesta quando “il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno se non prova che l'inadempimento o il suo ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile” (art. 1218, c.c.).

<sup>160</sup> Si rammenta che codesto regime è in grado di racchiudere in sé, da una parte, la caratteristica del patrimonio gestito come capitale azionario di cui gli investitori sono soci (elemento positivo nel nostro contesto perché fondamentale è il supporto esperienziale che un investitore professionale può offrire in sede di scrittura dello Statuto, di decisioni in conflitto di interesse, e in altri ambiti a cui il potere di consultazione dei soci è richiesto), dall'altra rispetta il principio di autonomia gestionale ed amministrativa del patrimonio “separato” da gestire, considerato da MORLEY, J. (2014) uno dei più efficienti sistemi organizzativi per la gestione collettiva del risparmio. Testualmente, “*this structure benefits investors in the funds in a rather paradoxical way: it restricts their rights to control their managers and to share in their managers' profits and liabilities. The fund investors accept these restrictions because certain features common to most investment funds make these restrictions efficient*” (<https://www.yalelawjournal.org/article/the-separation-of-funds-and-managers-a-theory-of-investment-fund-structure-and-regulation>).

ristrutturazione del debito con un *focus* sul debitore e sulle sue potenzialità e capacità economico-finanziarie che possono svilupparsi, a seguito dell'esito positivo dell'analisi dell'esposizione finanziaria dello stesso.

Per comprendere di cosa specificatamente si occupano codesti fondi è stato dapprima necessario affrontare taluni aspetti ontologici, da una parte, comuni agli OICR e, dall'altra, specifici per il nostro particolare caso.

Tale disamina, dunque, è stata propedeutica alla realizzazione di un quadro disciplinare specifico per i FIA di *Turnaround* e, in ultima battuta, alla comprensione del loro concreto operare contributivo al risanamento del settore economico fondante il nostro Paese, elemento che sarà trattato con maggior dettaglio nel seguente capitolo.

Ebbene, si descriverà la convergenza insistente tra la disciplina comune delle Società per Azioni e quella "speciale" poiché dedicata agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, godendo di un 'matrimonio' legislativo affatto fine a sé stesso, ma partoriente un ambito disciplinare che permette a soggetti finanziari di avere effetti concreti e positivi sull'economia reale, vero e unico obiettivo ultimo del legislatore.

## **Capitolo Terzo**

### ***Oggetto e Politica di Investimento: le disposizioni dello Statuto del FIA di Turnaround***

Il FIA di *Turnaround*, oggetto di indagine, appartiene alla categoria specifica di intermediari finanziari che si prefiggono di intervenire finanziariamente a supporto di imprese durante le differenti fasi di vita operativa ed economica, fornendo, nella maggior parte dei casi, capitale di rischio.

Si è in presenza di un *agere* finanziario che ha permesso la formazione e lo sviluppo del mercato del *Private Equity*, nell'ambito del quale emerge il *restructuring* d'impresa.

In merito a ciò, occorre precisare che il mercato del *Private Equity* ha le propria origine nella cultura angloamericana, caratterizzata da una peculiare frequenza e dinamicità finanziaria nell'ambito delle operazioni di finanza aziendale: negli Stati Uniti, lontani da una prospettiva "bancocentrica", è certamente più frequente ottenere finanziamenti, soprattutto in termini di capitale di rischio, da intermediari finanziari esterni al perimetro del sistema bancario.

Appare utile un breve cenno sul particolare oggetto di investimento del FIA in questione, i crediti deteriorati, dal momento che gli stessi saranno soggetti ad una trasformazione sostanziale (da titoli di credito a titoli rappresentativi di capitale di rischio) peculiare dell'operazione di ristrutturazione di impresa (c.d. *Turnaround*).

#### **1. Oggetto di Investimento del FIA di Turnaround: aspetti economici**

Come anticipato nei capitoli precedenti, occorre qui richiamare quanto previsto dal D.M. 30/2015 ("Decreto MEF") e dal Provvedimento di Banca d'Italia del 19 Gennaio 2015 in materia di gestione collettiva del risparmio.

In particolare, rileva l'art. 4 del Decreto MEF laddove afferma che il patrimonio dell'OICR può essere investito in diverse categorie di beni elencate dal primo comma e, al secondo comma, "[...] nel rispetto delle disposizioni del presente regolamento

nonché dei criteri, dei divieti, e delle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio, nonché delle altre disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. c), del TUF”.

Tra codeste categorie di beni vi è, al comma 1, lett. e), quella dei “crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr”. All'interno della richiamata categoria, vi si possono includere anche le esposizioni creditizie in sofferenza, legittimando la scelta dell'oggetto su cui investire da parte del FIA di *Turnaround*<sup>161</sup>.

I crediti in sofferenza hanno sempre influenzato negativamente l'attività di erogazione del credito, soprattutto a causa di una tardiva e disomogenea gestione degli stessi, pur rappresentando una notevole componente di rischio: difatti, basti notare come, nel tempo recente, Banca d'Italia si sia attivata al fine di accompagnare le banche verso un modello di organigramma che rispettasse il principio del *risk-based approach* secondo il quale non si può prescindere da una struttura organizzativa che contempli l'attività di *risk management e compliance*<sup>162</sup>.

Essendo stato il sistema bancario europeo travolto dalla crisi finanziaria del 2007/2008 che nell'Unione Europea si è riflessa in una crisi di economia reale assai gravosa per i bilanci bancari, gli istituti bancari non hanno colto con prontezza l'esigenza di gestire il rischio di credito nel continuo, e non solo quando si manifesta lo stato di crisi e di insolvenza del debitore.

Il legislatore europeo è intervenuto, con i mezzi propri del *Legem facere*, al fine di tracciare un perimetro comune ontologico per i crediti in sofferenza, la cui classificazione è stata, come anticipato, più volte modificata al fine di considerare la dinamicità del fenomeno, nonché del debitore, piuttosto che la staticità del debito.

Consultando Linee Guida emanate nel Marzo 2017 dalla Banca Centrale Europea (BCE), riprendendo quanto previsto dalla normativa tecnica della *European Banking*

---

<sup>161</sup> Il legislatore, difatti, non esplicita un'impossibilità di appartenenza dei crediti deteriorati alla predetta categoria.

<sup>162</sup> Si fa chiaro riferimento alle ingenti novità portate dalle Circolari di Banca d'Italia n. 285/2013 e n. 288/2015. Cfr. <http://www.bancaditalia.it/>

Authority (EBA)<sup>163</sup>, si afferma chiaramente che si definiscono “esposizioni deteriorate” (*non-performing*<sup>164</sup> *exposures*) quelle che rispettano almeno uno dei criteri citati dalle *guidelines*, ossia il criterio temporale di scadenza (implicito nell’espressione “esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni”) e quello soggettivo di inadempienza probabile (esplicitato dalla locuzione per cui “è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l’escussione delle garanzie, indipendentemente dall’esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato”)<sup>165</sup>.

L’EBA ha contribuito nel 2016 all’aggiornamento della normativa tecnica in tale materia, presentando un quadro sinottico del mercato dei crediti deteriorati, la cui gestione è stata analizzata alla luce anche delle differenti giurisdizioni presenti negli Stati membri.

La stessa Autorità sottolinea che, da una parte, la “corsa ai ripari” dalla crescita esponenziale delle esposizioni creditizie *non-performing* ha dato i suoi primi risultati, e che tuttavia<sup>166</sup>, dall’altra, il problema di codesti crediti è di difficile risoluzione, se

---

<sup>163</sup> Si parla del Regolamento di esecuzione della Commissione (UE) n. 680/2014 “Norme tecniche di attuazione dell’ABE sulle segnalazioni di vigilanza”.

Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0680&from=IT>

<sup>164</sup> Si badi che l’essere non performante a breve termine – elemento di cui le banche devono necessariamente tener conto nel loro adempimento ai requisiti di capitale prudenziali – non significa univocamente non poter godere di performance positive nel lungo periodo.

<sup>165</sup> Testualmente, “Secondo il paragrafo 145 dell’allegato V delle Norme tecniche di attuazione dell’ABE sulle segnalazioni di vigilanza, “sono considerate esposizioni deteriorate (*non-performing exposures*) quelle che soddisfano uno dei seguenti criteri o entrambi: 1.esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni; 2.è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l’escussione delle garanzie, indipendentemente dall’esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato”. La definizione di NPE si basa pertanto sul criterio dell’esposizione scaduta e su quello dell’inadempienza probabile, che sono trattati in questa sezione”.

Cfr. “*Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*”, BCE – Vigilanza Bancaria, 2017

<sup>166</sup> Si legge, infatti, che “*Trends in credit quality and NPLs are clearly affected by group-management, but they also depend on the general economic conditions in the local markets. As a matter of fact, there is a vast empirical literature that confirms the interaction between the macroeconomic conditions and asset quality. [...] Empirical evidence also suggests that additional factors like exchange rates may negatively affect asset quality in countries with specific vulnerabilities, like a high level of FX-lending. Moreover, a decline of stock prices can negatively affect bank asset quality. Finally, an increase in lending interest rates tends to increase NPL. What has been of limited focus in research so far is the extent*

non altro in termini di tempistiche: si colgono, a tal proposito, due elementi frenanti, quali il *management* bancario, poco flessibile a cambiamenti organizzativi orientati verso un *risk management* strategicamente attivo e propositivo, e le condizioni macroeconomiche che si susseguono tra cicli di crescita e cicli di recessione (attualmente in una condizione di post crisi).

Un coordinamento a livello europeo per l'attività di *NPLs management* è di difficile attuazione proprio per la presenza di differenze di sistemi bancari in termini di *business model*, strutturati su sistemi legali e regolatori differenziati e che soltanto negli ultimi anni si tenta di uniformare a livello europeo.

Dai dati presentati dall'EBA possiamo notare che la percentuale italiana di *NPLs* rispetto ai prestiti totali iscritti in bilancio (pertanto, senza considerare l'impatto che hanno avuto le cessioni di codesti crediti a istituti finanziari diversi dalle banche) è del 17%.

Guardando, invece, all'Europa in termini prettamente geografici, si può notare che i Paesi da considerarsi in peggiori situazioni da tale punto di vista si identificano in Cipro (49%), Grecia (47%), Slovenia (20%), Portogallo (19%).

Quantitativamente, tale fardello è fortemente radicato nel sistema bancario del nostro Paese perché è il maggior finanziatore dell'economia reale, insieme allo Stato stesso. Il report dell'EBA, a tal riguardo, evidenzia che il 62% rappresenta la quota di ammontare domestico posseduto dalle banche italiane, permettendoci di giustificare quantitativamente la forte relazione biunivoca che insiste tra sistema bancario ed economia reale italiani.

---

*to which differing business models, as well as legal and regulatory differences between countries may explain differences in banks' risk parameters".*

Qualitativamente, sottolinea l’Autorità, il problema è sul sentiero di risoluzione, tuttavia a tratti ostacolato da elementi derivanti dall’assetto giuridico e fiscale<sup>167</sup> di un determinato Paese<sup>168</sup>.

In tale contesto, l’attività di ‘efficientamento’ del processo di recupero stragiudiziale e giudiziale, alla luce delle summenzionate note di carenza trasmesse dalle Autorità, è stata avviata, da parte del legislatore (intervenuto con la riforma fallimentare del 2006), con la riscrittura delle definizioni fondamentali che guidano la presente normativa.

Nell’art. 5 della Legge Fallimentare, si definisce, difatti, lo stato di insolvenza quale situazione in cui l’imprenditore viene dichiarato fallito perché sono manifesti

---

<sup>167</sup> È esattamente da questo aspetto qualitativamente ostativo per il successo del *NPLs management* che deriva il necessario collegamento alla conseguente cessione dei crediti ad altri intermediari finanziari, tra cui i FIA i *Turnaround*. Lo stesso Presidente dell’EBA nel 2017 ha proposto una SGR a livello europeo che si occupasse di *NPLs management* in un periodo di tempo predeterminato fino all’azzeramento del proprio attivo. Quest’ultima, denominata *Asset Management Company*, è modellata secondo diversi passaggi identificati in tre *step* dalla medesima Autorità. In particolare agirà sul sistema bancario nel rispetto di quanto risulterà dagli *stress test*, della situazione macroeconomica reale che permette di comprendere la differenza tra il valore reale dell’*asset* ed il suo prezzo di mercato, dello *spread* tra *book value* e valore reale dell’esposizione che sarà la perdita che la banca dovrà imputare in bilancio. Testualmente, “*stress tests are used to identify the total envelope of potential state aid for each bank, [...]an assessment of real economic value vs current market prices is carried out and banks transfer some agreed segments of their NPLs to the AMC at the real economic value, under due diligence from the AMC and accompanied by full data sets available to potential investors, [...]At the time of the transfer to the AMC, the bank bears losses equal to the possible difference between the book value and the real economic value*”. Cfr. <https://www.centralbanking.com/central-banking-journal/opinion/2481794/why-the-eu-needs-an-asset-management-company>

<sup>168</sup> Testualmente, “*It is therefore clear that more work needs to be done for understanding the remaining constraints to a full repair of the EU banking sector. Some of the main factors affecting banks’ asset quality were part of the stock-take on NPL. These factors include: a. Parameters to support, enhance and supervise by banking regulators and supervisors: i. A sufficiently and competently staffed separate organisational unit within banks, with adequate processes in place to manage bad debt and to make effective decisions as to the disposal of such debt. b. Aspects to support and enhance by legislators: i. A tax system providing adequate incentives to provision for bad debt; ii. A legal and judicial system supporting a reliable and reasonably fast insolvency or – alternatively – out of court restructuring procedure. c. Aspects to support by legislators and regulators alike: i. A clear legal and regulatory framework for unambiguous and timely identification of bad debt; ii. The option to set up dedicated bad bank – structures to manage large portfolios of bad debt outside of banks’ balance sheets. d. Further important aspects, which can be supported by legislators and regulators, but not enforced, are related to an enhanced market efficiency: i. A transparent collateral market to ensure adequate and marketable collateral values, used for provisioning calculation and to support the sales process, once the collateral has been repossessed; ii. A sufficiently deep international secondary market for loan portfolios and the ability to securitize such portfolios, to further enhance its marketability*”.



“inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”<sup>169</sup>.

In sostanza, il legislatore stesso, con intelligenza e maturità, ci permette di cogliere l'importante criterio di regolarità dei pagamenti in osservanza delle obbligazioni da parte dell'imprenditore<sup>170</sup>, allo scopo di identificare univocamente lo stato di insolvenza, piuttosto che l'incapacità a monte di reperire risorse finanziarie.

Di recente integrazione è la nozione di “stato di crisi” come condizione dell'imprenditore differente dallo “stato di insolvenza” per alcuni aspetti i quali possono essere identificati come, ad avviso di chi scrive, “sfumature ontologiche”.

Nonostante siano vigenti a ragione codesti elementi di separazione nozionistica tra “crisi” ed “insolvenza”<sup>171</sup>, ciò che realmente è funzionale alla comprensione del quadro

---

<sup>169</sup> Testualmente “l'imprenditore che si trova in stato d'insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni” (art. 5, L.F.).

<sup>170</sup> Ergo, si esclude a prescindere un creditore al consumo come precedentemente detto a proposito dell'oggetto di investimento strettamente identificato nell'ambito definitivo del FIA di *Turnaround*.

<sup>171</sup> Per motivi di completezza, si annoverano alcuni articoli della Legge Fallimentare coerenti con la presente trattazione e di interessante lettura. In particolare, si nomina l'art. 160 L.F. concernente i presupposti per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo: di fatti codesto articolo regola che “L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere: a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, [...]; b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore; [...] c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei; d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse. [...] Ai fini di cui al primo comma per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza. In ogni caso la proposta di concordato deve assicurare il pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari. La disposizione di cui al presente comma non si applica al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-bis”.

Il seguente articolo presentato è l'art. 182-*bis* L.F., riguardante gli accordi di ristrutturazione dei debiti: “L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini [...]. Il tribunale, verificata la completezza della documentazione depositata, fissa con decreto l'udienza entro il termine di trenta giorni dal deposito dell'istanza di cui al sesto comma, disponendo la comunicazione ai creditori della documentazione stessa. Nel corso dell'udienza, riscontrata la sussistenza dei presupposti per pervenire a un accordo di ristrutturazione dei debiti con le maggioranze di cui al primo comma e delle condizioni per l'integrale pagamento dei creditori [...] dispone con decreto motivato il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive e di acquisire titoli di prelazione se non concordati assegnando il termine di

di operatività del FIA oggetto di indagine è la comune considerazione e dello stato di crisi e dello stato di insolvenza quali “situazioni di squilibrio economico-finanziario (in ipotesi) reversibile, ove l’impresa – godendo (ancora) di credito – pare idonea a produrre valore e, quindi, si ritiene possa restare sul mercato”<sup>172</sup>.

Dunque, l’operatore finanziario, interessato ai crediti attribuiti a debitori in crisi o insolventi, prima ancora di aver avviato le pratiche di recupero giudiziale, deve considerare la possibilità di futura *value creation*: ciò implica che sarà di fondamentale importanza svolgere con cautela e accuratezza l’attività di identificazione delle cause puntuali trainanti l’impresa in codesto stato di squilibrio finanziario ed economico, a valle della quale saranno definite le dovute risoluzioni realistiche e realizzabili in concreto.

Ebbene, la disciplina fallimentare è stata destinataria di numerose ed incisive riforme a partire dal 2006, anno in cui è stato emanato il D.Lgs. 5/2006 “Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali a norma dell’articolo 1, comma 5, della legge 14 maggio 2005, n. 80”<sup>173</sup>.

Successivamente, il legislatore, alla luce anche delle novità emerse dall’operatività quotidiana economico-finanziaria, è intervenuto con il Decreto Legge 83/2015 (recante alcune “misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell’amministrazione giudiziaria”), il quale, come affermato dal Governo stesso, muove “da un principio comune: un’azienda con problemi – economici e finanziari specchio di una *mala gestio* piuttosto che di una

---

non oltre sessanta giorni per il deposito dell’accordo di ristrutturazione e della relazione redatta dal professionista a norma del primo comma. [...] A seguito del deposito di un accordo di ristrutturazione dei debiti nei termini assegnati dal tribunale trovano applicazione le disposizioni di cui al secondo, terzo, quarto e quinto comma. Se nel medesimo termine è depositata una domanda di concordato preventivo, si conservano gli effetti di cui ai commi sesto e settimo”.

<sup>172</sup> “Accordi di risanamento e ristrutturazione dei debiti e revocatoria”, a cura di M. Libertini, estratto da “Autonomia negoziale e crisi d’impresa”, F. Di Marzio e F. Macario, G. Giappichelli Editore, 2010.

<sup>173</sup> Con tale decreto sono state modificate ed integrate molte delle previsioni presenti nel Regio Decreto 267/1942 con riferimento alla disciplina del fallimento, del concordato preventivo, dell’amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa (ad esempio è stata abrogata la disciplina relativa all’amministrazione controllata).

generale crisi di sistema – rischia di trascinare con sé altre imprese (fornitori di beni e servizi e intermediari finanziari) continuando a contrarre obbligazioni che non potrà soddisfare.

Affrontare tempestivamente i casi di crisi aziendale consente di limitare le perdite economiche e sociali, sia nella dimensione strettamente imprenditoriale sia sul piano finanziario, o di risanare l'azienda, con benefici sul piano occupazione e più in generale tutelando il tessuto economico contiguo”.

Nel 2016, le suddette misure sono state rafforzate con quanto previsto dal Decreto Legge 59/2016<sup>174</sup> “, con lo scopo di rendere più veloce il processo di recupero dei crediti e quindi della complessiva gestione delle *NPEs*<sup>175</sup>.

Nonostante in un sistema di *Civil Law* sia possibile trovare una solida disciplina fallimentare in tema di recupero giudiziale dei crediti, l'eccessivo dispendio di tempi e risorse economiche e burocratiche spesso non rendono la procedura fallimentare efficiente, né economicamente, né operativamente. È evidente come il legislatore, per favorire il mantenimento e la salvaguardia dell'occupazione dell'impresa, si sia diretto

---

<sup>174</sup> La Legge in riferimento è titolata “Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione”, successivamente modificato quando convertito nella Legge 119/2016.

<sup>175</sup> A tal proposito è meritevole di attenzione l'introduzione di nuovi strumenti giuridici quali il pegno mobiliare non possessorio e il c.d. “patto marciano”. Rispettivamente, si prevede, all'art. 1 del Decreto, che “gli imprenditori iscritti nel registro delle imprese possono costituire un pegno non possessorio per garantire i crediti loro concessi, presenti o futuri, se determinati o determinabili e con la previsione dell'importo massimo garantito, inerenti all'esercizio dell'impresa” (comma 1), e, all'art. 2 del Decreto, che aggiunge l'art. 48-*bis*, successivo all'art. 48 della Legge 385/1993 (con la quale entra in vigore il TUB), rubricato “Finanziamento alle imprese garantito da trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato”, consistente, al comma 1, nel fatto che “Il contratto di finanziamento concluso tra un imprenditore e una banca o altro soggetto autorizzato a concedere finanziamenti nei confronti del pubblico può essere garantito dal trasferimento, in favore del creditore o di una società dallo stesso controllata o al medesimo collegata ai sensi delle vigenti disposizioni di legge e autorizzata ad acquistare, detenere, gestire e trasferire diritti reali immobiliari, della proprietà di un immobile o di un altro diritto immobiliare dell'imprenditore o di un terzo, sospensivamente condizionato all'inadempimento del debitore a norma del comma 5” (c.d. Patto Marciano).

Cfr. <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/05/3/16G00076/sg>

verso una normativa maggiormente stabile e definita in materia di concordato preventivo<sup>176</sup> ed accordi di ristrutturazione del debito<sup>177</sup>.

Emerge l'opportunità di un intervento proattivo di fronte ad un'impresa in stato di insolvenza o in crisi, in termini cioè di risanamento, piuttosto che subire passivamente le conseguenze di un recupero frutto di un lungo procedimento fallimentare (quando invece si poteva ripartire dal valore intangibile dell'impresa, qualora sanabile).

Dal punto di vista gestionale, d'altra parte, sarebbe dispendioso per le banche, allo stato dell'arte, dotarsi di una struttura organizzativa che contempri una divisione organizzativa con funzione di *NPLs management* in termini di gestione di recupero degli stessi sia con piani di ristrutturazione, sia agendo in giudizio con l'avviamento della definitiva dichiarazione di fallimento.

Seppur risulti costosa anche la cessione dei crediti attraverso un mercato non ancora definito e spesso soggetto al rischio del *pricing gap*<sup>178</sup>, potrebbe, tuttavia, considerarsi maggiormente oneroso dalla prospettiva di una banca, ancor prima sul piano gestionale della stessa, occuparsi della redazione di una strategia attiva di risanamento, la quale richiederebbe ulteriori investimenti in analisi di possibilità economico-finanziaria di realizzabilità e successo della stessa.

---

<sup>176</sup> In particolare, il Decreto 59/2016 prevede, in materia di concordato liquidatorio, il rispetto di due requisiti d'accesso, ossia se è possibile un ulteriore apporto finanziario da parte di terzi e se si garantisce che almeno il 20% dei creditori chirografari dell'impresa venga soddisfatto.

<sup>177</sup> *Ex art. 182-bis*, Legge Fallimentare, il quale, al comma 1, si prevede che “L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei [...]”.

<sup>178</sup> È intuitivo il fatto che in un mercato con eccesso di offerta di un bene, in tal caso rappresentato dai crediti deteriorati, allo stesso venga attribuito un prezzo di mercato di gran lunga inferiore al suo reale valore che in tal caso è visibile solamente se il piano di ristrutturazione, in sede di riacquisto di autonomia economico-finanziaria da parte dell'impresa, ha esito positivo. Pertanto, si pone anche il problema della scrittura in contabilità della svalutazione o minusvalenza da cessione dell'*asset* (in particolare si fa riferimento alle nuove disposizioni contabili previste dall'IFRS 9 il quale non è argomento di trattazione in codesta sede).

Dall'altra parte, di contro, una banca, commerciale specialmente, dovrebbe sopperire alla lentezza della procedura di fallimento della controparte, insinuandosi nel passivo della stessa, qualora non decidesse di affidare ad un operatore esterno la gestione delle proprie sofferenze in bilancio.

Qualitativamente, pare, quindi, opportuno (perché maggiormente vantaggioso per la banca negativamente esposta) ricorrere ad operatori finanziari terzi che agevolino la gestione dei crediti in sofferenza, intendendola come un'attività di cessione degli stessi e quindi di rastrellamento dell'attivo dei bilanci bancari (agevolando anche l'attività da parte delle banche stesse di essere *compliant* con quanto previsto dalla normativa secondaria).

A tal proposito risulta doveroso cennare a quanto previsto dall'art. 58, TUB in materia di "cessione dei rapporti giuridici", dal momento che codesta disciplina speciale prevede al comma 1 l'intervento tecnico della Banca d'Italia la quale "emana istruzioni per la cessione a banche di aziende, di rami d'azienda, di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco".

Con tali istruzioni, l'Autorità può prescrivere "che le operazioni di maggiore rilevanza siano sottoposte ad autorizzazione della Banca d'Italia", mentre il comma 7 prevede che "le disposizioni [...] si applicano anche alle cessioni in favore dei soggetti, diversi dalle banche, inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata [...]".

La Banca d'Italia, tenendo conto delle suddette considerazioni, ha provveduto a formalizzare la disciplina relativa agli obblighi informativi alla clientela<sup>179</sup> concernenti

---

<sup>179</sup> Testualmente, nella Sezione IV "Comunicazioni alla clientela", le disposizioni prevedono che "Ove non segua procedure analoghe a quelle previste dal paragrafo 2-ter della sezione XI, nei rapporti con soggetti diversi dai consumatori, in caso di cessione di rapporti giuridici cui si applichi l'articolo 58 del T.U. o di altre operazioni che comportino successione nei rapporti giuridici e cambio del codice IBAN (es. operazioni straordinarie quali la fusione), il cessionario comunica con congruo anticipo, almeno 30 giorni prima, ai titolari dei conti correnti e dei conti di pagamento le informazioni necessarie per assicurare che il cliente possa fruire senza soluzione di continuità dei servizi connessi al conto (es. servizi di pagamento)". Ciò che in questa sede interessa è quanto descritto in nota, la quale statuisce appunto che "Con riferimento alle cessioni effettuate nell'ambito di procedure di risoluzione delle crisi, il cessionario comunica – non appena possibile e, comunque non oltre 20 giorni lavorativi dalla realizzazione della operazione di cessione – ai titolari dei conti correnti e dei conti di pagamento trasferiti le informazioni necessarie per fruire senza soluzione di continuità dei servizi connessi al conto".

esattamente la cessione dei rapporti giuridici, definita dalle istruzioni anche “cessione in blocco”, all’interno dell’ultimo aggiornamento delle Disposizioni di Vigilanza<sup>180</sup> (probabilmente anche alla luce di quello che sarebbe stato imposto ad entrata in vigore la MIFID II).

Esistono ulteriori aspetti a sostegno della tesi per cui la cessione del credito a terzi affinché provvedano alla gestione e al recupero dello stesso risulta economicamente conveniente e per le banche e per l’impresa stessa.

In particolare, quest’ultima può godere di una seconda possibilità di ripresa: le prassi contabili, solo in parte armonizzate e specialmente che possono generare impatti contabili differenti essendo molte voci di conto frutto di valutazioni lontane dall’essere puramente oggettive, le differenze che insistono a livello di regime fiscale e sul piano della normativa tecnica emanata dalle Autorità competenti, l’efficienza del sistema legale e giudiziario spesso messa alla prova, altri elementi *bank specific*.

A monte di tali fattori, basti pensare all’adempimento da parte delle banche dei requisiti patrimoniali imposti dalla normativa prudenziale, i quali comprendono anche margini di scostamento inducendo le banche a esservi *compliant* nel continuo: pertanto, la cessione di codeste esposizioni in sofferenza permetterebbe, matematicamente, prima ancora che economicamente, di abbattere il denominatore del rapporto rappresentante la quota parte di *asset* ponderati per il rischio identificata come patrimonio di vigilanza a presidio dei rischi rilevanti<sup>181</sup>.

---

<sup>180</sup> Tale aggiornamento fa riferimento alla specifica materia di “trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari” e “correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”.

<sup>181</sup> Alle banche si richiede di rispettare e monitorare un determinato ammontare di capitale di rischio a presidio delle principali componenti di rischio quali il rischio di credito, il rischio operativo e il rischio di mercato. Codesti rischi rappresentano la ponderazione del valore degli *asset*, il cui “famoso” 8% rappresenta esattamente il patrimonio di vigilanza che la banca deve mantenere in termini prudenziali. Il susseguirsi di confronti sostanziatisi nei Comitati di Basilea fino alla rivisitazione di Basilea III ha integrato tale percentuale con diversi “*cushions*” di capitale ulteriori al fine di presidiare alcuni rischi che possono manifestarsi a livello macro (i cambiamenti del ciclo economico per esempio) che si riversano su crisi bancarie di liquidità (e quindi si sono stabilite aggiuntivi presidi di controllo del livello e della qualità della liquidità bancaria quali “*Liquidity Coverage Ratio*” e “*Net Standing Funding Ratio*”). Non vi è, tuttavia, l’intenzione in questa sede di approfondire codesti elementi regolamentari.

## 2. Politica di Investimento del FIA di *Turnaroud*: aspetti economici

### 2.1 Premessa

La politica di investimento, per cui si richiede coerenza con l'oggetto stesso di investimento del FIA di *Turnaroud*, deve essere, come dianzi affermato, predeterminata poiché rappresenta un *driver* di scelta consapevole da parte dell'investitore secondo le proprie preferenze di investimento.

La definizione di codesta politica consta nella formalizzazione delle ragioni per cui le decisioni di investimento del FIA di *Turnaroud*, all'acquisto di esposizioni bancarie in sofferenza, vertono su determinati ambiti di mercato piuttosto che su altre aree economiche e dipende strettamente dai fattori ontologici dell'operazione di *restructuring*.

Quest'ultima, a sua volta, non può prescindere dalla definizione economica stessa di crisi ed insolvenza, oramai fortemente ed univocamente condivisa dalla letteratura economica.

A tal proposito, GUATRI, L. (1986)<sup>182</sup> asserisce con chiarezza che “nell'aspetto più propriamente aziendale, la crisi è una manifestazione di tipo patologico, che può svilupparsi su più stadi” e che, quindi, caratterizza una situazione aziendale “straordinaria” (c.d. *special situation*), intesa come stato in cui l'impresa non è collocata in un ciclo di attività economica ordinario.

Questa condizione economico-finanziaria viene inevitabilmente trasferita alle controparti che intrattengono affari di qualunque genere con l'impresa, in particolare dalla banche, le quali saranno costrette a registrare in bilancio svalutazioni e a riclassificare i relativi crediti come deteriorati.

Le banche, visti anche tutti gli adempimenti di vigilanza da osservare in tempi contenuti, può optare per la cessione dei crediti in sofferenza, cogliendovi un'intrinseca

---

<sup>182</sup> Cfr. “*Crisi e risanamento delle imprese*”, L. Guatri, Giuffrè Editore, 1986.

convenienza economico-finanziaria che le risparmierebbe da un faticosa riorganizzazione di tipo “*NPLs-management oriented*”.

La riorganizzazione interna di una banca mirata ad una gestione in sé di tali esposizioni creditizie in deterioramento (nonché mantenendo le stesse in bilancio) recherebbe enormi impatti gestionali<sup>183</sup>.

Da essi, infatti, discende la gestione del credito deteriorato la quale, tuttavia, non rientrando nel ventaglio delle attività di *business* di una banca, potrebbe non essere svolta in maniera efficiente e nel rispetto delle tempistiche ottimali di recupero per la banca medesima.

Ebbene, è proprio in tale contesto che un operatore finanziario esterno interviene, offrendo la propria esperienza per sostituire la banca e finanziare attivamente l’impresa insolvente, divenendo dapprima un diretto creditore a guisa di una banca e, in seguito, un vero e proprio socio dell’impresa, agendovi come gestore del risanamento.

Codesto ruolo sarà adempiuto nel nostro caso di specie esattamente dal FIA oggetto di indagine: lo stesso sarà chiamato, in sede di formalizzazione della politica di investimento, a presentare le attività di valutazione dell’impresa, analisi di fattibilità del piano di risanamento, i principali interventi strategici ed organizzativi al fine di ricostituire l’equilibrio economico e finanziario, di indagine dei settori costituiti dai principali debitori in sofferenza del sistema bancario.

Ad avviso di chi scrive, pare coerente e corretto inserire all’interno di tale politica di investimento anche una metodologia – a carattere maggiormente generale e non necessariamente solo quantitativo – da poter applicare ogni qualvolta si presentano le condizioni di investimento profittevole in un determinato settore in declino stimabile come “temporaneamente”, se soccorso economicamente.

---

<sup>183</sup> Si richiama nuovamente l’attenzione su quanto suddetto riguardo alle Circolari di Banca d’Italia 288 e 285, puntualizzando, inoltre, che prevedere l’avvio dello stesso recupero stragiudiziale da parte della banca medesima richiederebbe alla stessa un *trade-off* in termini di analisi costi-benefici: tuttavia, allo stato dell’arte, la banca non potrebbe sopportare tempistiche di recupero mediante il risanamento dell’impresa debitrice più estese di quelle giudiziali, comportando ulteriori ritardi nel recupero stesso e quindi nel sanamento del proprio bilancio.



## 2.2 Il Turnaround: etimologia del termine e struttura dell'operazione di finanza straordinaria

L'etimologia del termine “*Turnaround*” aiuta a comprendere in maniera più intuitiva la definizione dell'operazione di ristrutturazione d'impresa: consiste in un'espressione in prestito alla Finanza Aziendale, perché mutuato da un'attività propria dell'industria petrolchimica. In tale ambito, infatti, il *Turnaround* (vocabolo privo di una puntuale traduzione nella lingua italiana) “è una particolare forma di manutenzione su larga scala dove un'intera fase di lavorazione è momentaneamente isolata dal processo per essere rivitalizzata e rinnovata”<sup>184</sup> e codesto isolamento è dovuto all'alto rischio insito nell'operazione stessa.

È pertanto intuitiva la ragione per cui tale termine è perfettamente compatibile con quanto previsto dall'operazione di ristrutturazione di impresa, conseguente appunto alla *special situation* di crisi della stessa.

L'operazione in questione, definita anche di finanza straordinaria, interviene nel momento in cui l'impresa attraversa un periodo di declino, reversibile o irreversibile a seconda dei casi specifici: difatti, l'impresa, passando per le fasi di *Early Stage* e di sviluppo (che spesso si considera composto da un periodo di *Development* in senso stretto, seguito dal *Replacement*<sup>185</sup>), potrebbe, da una parte, continuare la propria attività potenzialmente per un tempo indeterminato, cercando di mantenere il proprio

---

<sup>184</sup> Secondo quanto previsto nel “*Private Equity Monitor*”.

Cfr. [http://www.privateequitymonitor.it/attach/20061121\\_163651.pdf](http://www.privateequitymonitor.it/attach/20061121_163651.pdf)

<sup>185</sup> Codesta fase è detta anche MBO/MBI, che letteralmente significa “*Management By Objective*”, nonché un metodo di valutazione che si basa sui risultati che l'impresa raggiunge attraverso l'attività svolta dalle proprie Unità Organizzative, e “*Management Buy-In*” che, come chiaramente spiegato in tale definizione, “*a corporate action in which an outside manager or management team purchases a controlling ownership stake in an outside company, but leaves the existing management team in place. This type of action can occur when a company appears to be undervalued or poorly managed*”.

Cfr. <https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>

*performing break-even point* costante, oppure, dall'altra parte, trovarsi all'alba della fase di declino reversibile o irreversibile a seconda dei casi.

In quest'ultima fase di decadimento possono intervenire i piani di ristrutturazione dell'impresa allo scopo di riportarla nella propria fase iniziale e di sviluppo ma apportando maggiore efficienza e produttività.

Sul piano puramente economico-finanziario, le cause per cui si richiede l'intervento di risanamento dell'impresa in crisi possono essere individuate secondo "due approcci metodologici"<sup>186</sup> distinti e, ad avviso di chi scrive, complementari: il primo è di tipo soggettivo, il secondo oggettivo.

Dei due, è il primo approccio quello maggiormente utilizzato dalla pratica perché reputato sufficiente, trasparente e completo al fine di individuare le cause principali dell'insolvenza o della crisi: difatti, la *mala gestio*, attribuita, erroneamente in prima analisi, esclusivamente al *management* (se si predilige l'approccio soggettivo senza ulteriori analisi), non è una causa sufficiente a sintetizzare i problemi che, a livello complessivo aziendale, possono aver contribuito alla situazione straordinaria di crisi.

A partire appunto da quanto asserito da GUATRI, L. (1986), si è consolidato a livello accademico uno schema di "cause-tipo" di crisi d'impresa, pur essendo ogni azienda differente, nonché un caso particolare a sé stante.

Non entrando nel merito, queste ultime si estrinsecano come segue: vi sono crisi da inefficienza (la cui diretta implicazione è operare sul mercato ottenendo rendimenti minori a costi maggiori rispetto alle concorrenti), crisi da sovracapacità / rigidità per una contrazione della domanda, crisi da decadimento dei prodotti (ad esempio per una mancata proattività in termini di innovazione del prodotto causando un copertura parziale a volte dei soli costi fissi), dalla quale può derivare, appunto, una crisi da mancata innovazione, crisi da squilibrio finanziario e/o patrimoniale conseguente allo stato di difficoltà generale dell'impresa di ottenere profitti.

---

<sup>186</sup> Cfr. "Crisi e risanamento delle imprese", L. Guatri, Giuffrè Editore, 1986.

Il legame presente tra le cause generanti una crisi / insolvenza dell'impresa rispettano spesso una logica di manifestazione temporale, susseguendosi l'una all'altra come frutto della rischiosità insita nel settore e nell'economia in generale.

Causa ultima di una crisi, da reputarsi anche come inevitabile conseguenza delle precedenti è lo squilibrio economico-finanziario, dal quale il FIA oggetto di indagine dovrà ripartire mediante interventi di strategia attiva e di cambiamenti sostanziali a livello di operatività quotidiana dell'azienda: l'obiettivo è comprendere le ragioni delle cause, attivare un piano di interventi e, infine, consegnare all'impresa, in ripresa ed autonomia consolidata, un patrimonio tangibile e intangibile che le permetta di operare nel mercato con maggiore efficienza.

L'*Action Plan* che il FIA di *Turnaround* redigerà, una volta finalizzata la trasformazione del credito acquisito in strumento partecipativo del capitale di rischio di quell'impresa, necessita di rispettare criteri formali di predisposizione ed elaborazione e criteri sostanziali di realizzazione ed implementazione.

Vi sono diverse tipologie di intervento necessariamente complementari e coesistenti: si passa dunque dalla ristrutturazione vera e propria in ottica di "efficientamento" dei processi, alla riconversione alla luce di innovazioni di prodotti/servizi maggiormente "*customer-oriented*", al ridimensionamento nel caso particolare di sovracapacità e alla riorganizzazione pura in termini di definizione chiara di ruoli e responsabilità in sede di svolgimento di attività operative, strategiche, di controllo.

Il gestore del FIA di *Turnaround* dovrà accompagnare l'impresa al risanamento, predisponendo, da un lato, un accordo di ristrutturazione del debito efficiente per i creditori "*debt-owners*" e, dall'altro, assicurando ai soci (nonché gli "*equity owners*") un progetto di risanamento mirato alla *value creation* nel lungo periodo.

Non essendo il contenuto del piano di ristrutturazione disciplinato in dettaglio dalla normativa giuridica vigente di primo livello, si farà affidamento alla disciplina tecnica emanata dalle Autorità competenti e di settore e alle prassi di mercato: in tal caso, si fa riferimento all'Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di

Rischio (nonché degli operatori nel *Venture Capital* e nel *Private Equity*), conosciuta come AIFI<sup>187</sup>, e alla Borsa Italiana<sup>188</sup>.

Congiuntamente, vi sono i contributi accademici offerti dagli studiosi e dai professionisti in materia: in particolare, possiamo riferirci a quanto asserito da MAZZOLA, P. (2013), il quale definisce, in maniera esaustiva, il Piano Industriale come quel “documento che presenta in modo organico le intenzioni del *management* relative alle strategie competitive dell’impresa; i risultati attesi sul piano economico-finanziario, competitivo e talvolta anche sociale; le azioni che daranno seguito alle intenzioni e il loro impatto sulle performance aziendali”<sup>189</sup>.

Ebbene, anche nel piano di risanamento sono presenti informazioni tipiche di un *Business Plan* congiuntamente alla formalizzazione delle cause della crisi dell’impresa, dell’evoluzione della situazione economico-patrimoniale, della strategia di risanamento con i punti di intervento e delle modalità di esecuzione, dei contributi dagli *stakeholders* e delle garanzie che possono essere loro offerte.

Se, dunque, l’oggetto di investimento come *supra* definito è costituito da esposizioni bancarie in sofferenza, riflesso di imprese *underperforming* che richiedono attesa di lungo termine per ritornare ad avere risultati positivi nel mercato, la definizione della politica di investimento, al momento della sua predeterminazione, ne sarà inevitabilmente influenzata, in materia sia di contenuto operativo, sia di durata del FIA stesso, perché legata al successo dell’operazione.

La contemporanea considerazione di tutti i fattori influenzanti la predeterminazione della politica di investimento è una capacità che può essere ravvisata solo in operatori finanziari di notevole professionalità e di matura esperienza in materia di

---

<sup>187</sup> Si fa riferimento a quanto predisposto nel documento dell’Autorità “*Guida al Business Plan*” del 2002.

<sup>188</sup> In particolare cfr. “*Guida al Piano Industriale*” redatto da Borsa Italiana, in collaborazione con l’ABI e l’ASSOSIM, nel luglio 2003.

<sup>189</sup> Cfr. per approfondimenti “*Il Piano Industriale*”, P. MAZZOLA, EGEA Editore, 2013.

ristrutturazione: nel caso di specie, dunque, in sede di selezione del gestore esterno<sup>190</sup> è essenziale ponderare tali elementi al fine di esternalizzare la gestione del FIA oggetto di indagine in maniere efficiente ed efficace.

Occorre, quindi, definire la *project governance* del piano di risanamento, la quale deve essere ben strutturata e definita, prevedendo il contributo da parte di tutti coloro che entrano in contatto stabile e continuativo con l'azienda.

A tal proposito, sarà compito del gestore esterno predisporre un *team* con funzione di consulenza e di intervento diretto nell'impresa, al fine di attuare il piano di risanamento: il *team*, formato necessariamente da esperti e professionisti in materia di ristrutturazione di impresa, sarà guidato dal c.d. "*Turnaround manager*" che coordinerà il lavoro e sarà referente per gli interventi gestionali, strategici e operativi dell'impresa oggetto di risanamento.

Alla luce di tale considerazione, si può denominare il FIA di *Turnaround*, come da normativa statunitense in materia di ristrutturazione di impresa, un *active investor* nelle vesti particolari di "*hands-on investor*"<sup>191</sup>, adottando, cioè, la strategia più diffusa nel nostro Paese: la proattività del suddetto operatore si manifesta *pre* e *post* approvazione del piano di risanamento, operativo *in toto* nel processo di ristrutturazione, e dipende dalla capacità di raccogliere consensi e fiducia dagli *stakeholders* grazie alla propria esperienza ed al proprio operato.

---

<sup>190</sup> Essendo il caso di specie della presente analisi rappresentato da una SICAF riservata in regime di eterogestione, non è chiaramente considerata la figura dell'*advisor company*, come si potrebbe prevedere nel caso in cui la struttura gestionale del fondo fosse costituita, secondo un altro modello tipico, da una SGR, gestore diretto del FIA senza ricorrere ad uno esterno, da un FIA composto pertanto da quote e non da azioni, e, in ottica di operatività nel settore del *restructuring*, dall'*advisor company* che offre il proprio patrimonio esperienziale in tema di *Turnaround*.

Cfr. [http://www.sanpaoloimprese.org/portalImpn0/pdf/ammi\\_23\\_2005\\_47.pdf](http://www.sanpaoloimprese.org/portalImpn0/pdf/ammi_23_2005_47.pdf)

<sup>191</sup> La normativa in questione presenta anche altre modalità di posizionamento dell'investitore in operazioni di *Turnaround* nei confronti dell'impresa da ristrutturare, tra cui la in "*Blocking position*". Codesta posizione prevede che l'operatore si limiti ad arrestare il processo di esecuzione del piano laddove ravvisi rischi per la propria operatività e le previsioni di ripresa siano state smentite dall'insuccesso del progetto. L'"*hands-on investor*", invece, opera attivamente sia *pre* sia *post* approvazione e consolidamento del piano di risanamento.

Cfr. "*Crisi d'impresa e interventi di turnaround*", CARDASCIA, D.G., Amministrazione & Finanza, 2005.

A tale scopo, tutte le controparti coinvolte nel *network* dell'impresa potenziale oggetto di *restructuring* si aspettano che il *Turnaround manager* valuti attentamente il reale stato economico-finanziario e organizzativo dell'impresa che si presta a ristrutturare, al fine di comprendere se il piano di risanamento possa realmente essere implementato. Orbene, quanto analizzato dal *Turnaround team* del FIA oggetto di indagine consta principalmente nella valutazione delle cause specifiche e sistemiche della crisi dell'impresa e del potenziale di ripresa della stessa: l'analisi condotta è funzionale a comprendere non solo il valore dell'impresa considerata come operatore economico a sé stante, come fosse privo del proprio *network* di affari (analisi assoluta), ma anche il valore aggiunto che l'impresa apporta, sul piano strategico e produttivo, al proprio settore di operatività (si parla, in tal caso, di analisi relativa rispetto ai *competitors* di mercato).

Successivamente occorre comprendere, per quanto puntualmente possibile, le cause dello stato di crisi, in particolare quelle *business specific*: tale fase è fondamentale al fine di analizzare l'efficacia e l'efficienza delle risoluzioni che il FIA di *Turnaround* può mettere in atto a sostegno del risanamento dell'impresa stessa.

In principio di tale analisi, si richiede all'impresa consapevolezza del proprio stato di crisi / insolvenza, allo scopo ultimo di ottenere, a vantaggio che FIA di *Turnaround*, un ampio consenso da parte del *management* (spesso sostituito o integrato dal *Turnaround team*), e delle divisioni / funzioni aziendali.

Il coinvolgimento di tutti i livelli del personale d'impresa (c.d. *commitment*), difatti, è funzionale ed essenziale per conferire successo al piano di intervento di ristrutturazione (e a qualsiasi piano di riorganizzazione aziendale a qualunque stadio del ciclo economico dell'impresa): appurata codesta consapevolezza, il *team* può proseguire con le analisi di merito.

Secondo quanto affermato in materia da ROBBINS, D.K. e PEARCE, J.A.<sup>192</sup> (1992), l'operazione di *Turnaround* consta solitamente di due stadi: il primo consiste nel

---

<sup>192</sup> Cfr. "Turnaround: Retrenchment and recovery", D.K. ROBBINS e J.A. PEARCE, John Wiley & Sons, 1992.

ridimensionamento dell'impresa (in termini di eliminazione di tutti quei fattori operativi e gestionali che compromettono l'efficienza operativa) e nella stabilizzazione dei flussi di cassa dell'impresa, il secondo nel proseguimento degli interventi attivi di recupero e rinnovo.

In codesto ultimo stadio la dedizione del *team* è rivolta verso il contenimento dei costi<sup>193</sup>, seguito, in un secondo momento, dalla generazione vera e propria di innovazione di prodotti e di settori da penetrare, acquisendo nuova operatività nel mercato (ossia, nuove quote dello stesso): il fine ultimo è chiaramente quello di stabilizzare i *cash flow* favorendone una redditività di lungo termine.

Il successo del piano di risanamento dipende, infatti, da un efficiente *cash flow management* e un preciso lavoro di analisi della capacità operativa dell'impresa (parziale o eccessivo utilizzo della stessa generano scompensi gestionali e produttivi che chiaramente ricadono sulla gestione dei costi operativi colpita da inefficienza).

Si presentano in breve alcuni modelli di valutazione offerti dalla Finanza Aziendale da utilizzare in sede di stima del potenziale economica dell'impresa da risanare e da alimentare con i dati di settore esplicitati successivamente, in sede di specificazione degli ambiti di mercato oggetto di politica di investimento.

### 2.2.1 Modelli di finanza aziendale a supporto della scelta dei settori oggetto di investimento

La *Corporate Finance* offre agli operatori finanziari consolidati modelli di valutazione di tipo quantitativo e qualitativo.

L'analisi qualitativa può essere condotta dal *Turnaround team*, solitamente adottando l'approccio che Porter<sup>194</sup>, il quale presenta una metodologia di analisi dell'impresa nel proprio contesto di mercato, basata sulle c.d. "cinque forze competitive": al fine di ubicare l'impresa oggetto di ristrutturazione nel proprio ambito settoriale, infatti, si

---

<sup>193</sup> Si parte, difatti, sempre da ciò che in un'azienda si può controllare e governare a prescindere dalla relazione con l'andamento economico, come possono averlo ad esempio i ricavi.

<sup>194</sup> Cfr. "How competitive forces shape strategy", M. Porter, Harvard business Review, 1979.

considera il potere contrattuale degli attori che formano il *network* operativo dell'impresa.

Si indaga, pertanto, l'influenza anche economica che insiste nell'ambito dei rapporti con i fornitori, i clienti, i *competitors* (siano essi diretti perché simili, siano essi indiretti perché di settori alternativi e/o complementari).

Dopo aver contestualizzato l'ambito di operatività dell'impresa segue la raccolta delle informazioni squisitamente quantitative, funzionale a comprendere se l'impresa ha, per l'appunto, "numeri" tali da sostenere la ripresa dell'impresa stessa.

Ebbene, il *Turnaround team* del FIA oggetto di indagine proseguirà, una volta acquisiti i bilanci dell'impresa, con l'analisi quantitativa dei dati a supporto, in termini di margini operativi economici, margini finanziari e i relativi *ratios*.

Il valore analizzato con maggiore attenzione e dedizione in ottica di valutazione delle *performance* è, in termini di valore "*stock*" (ossia, non considerandolo in un ambito di studio dell'andamento dello stesso nel tempo), l'*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation* (EBITDA), *performing value* avulso da qualsiasi influenza che possa essere esercitata dalla strategia di indebitamento, dal regime fiscale del Paese in cui si opera e dalla politica di ammortamento e svalutazione che ogni azienda, seppur dovendo rispettare i principi contabili nazionali o internazionali, adotta possedendo un margine di discrezionalità.

Servendosi del valore ottenuto per il calcolo dell'attuale EBITDA dell'impresa, occorre formulare, a partire da esso, ipotesi di crescita e di evoluzione economico-finanziaria, sulla base delle prospettive di ripresa ed innovazione, considerando un orizzonte temporale per quanto possibile coerente con la vita del fondo, affinché sia possibile da tale prospetto di crescita formulare una versione consolidata di quello che sarà il *Business Plan* presentato agli *stakeholders* dal *Turnaround team*.

In seguito, stimati tassi di crescita in linea anche con l'assetto economico complessivo e sulla base anche delle attività di intervento sulla strategia, sulla gestione e sull'operatività dell'impresa, è possibile giungere, con somme positive e negative di



valori legati alle diverse aree dell'impresa e/o di variazioni degli stessi, ai flussi di cassa.

Lo scopo del presente metodo è condensare codesti flussi in un unico indice numerico che rispecchi il valore dell'impresa allo stato attuale<sup>195</sup>, mediante l'operazione finanziaria di attualizzazione dei flussi di cassa: occorre, pertanto, adottare altrettante metodologie allo scopo di calcolare un tasso (c.d. WACC)<sup>196</sup> che attualizzi tali flussi e che rispecchi la dinamica di ripresa economico-finanziaria dell'impresa.

A prescindere dalla tipologia di metodo utilizzato al fine di valutare l'impresa<sup>197</sup>, il fine ultimo è arrivare ad un valore economico (c.d. *Enterprise Value*), il quale potrebbe essere alternativamente confrontato con il prezzo di mercato, se l'azienda è chiaramente quotata.

Tuttavia, nel caso specifico, le imprese, su cui il FIA oggetto di indagine andrà ad investire, non sono quotate, pertanto il valore ottenuto dall'attualizzazione dei flussi di cassa può essere comparato, da una parte, al prezzo di cessione del credito in sofferenza

---

<sup>195</sup> È intuitivo che in tale contesto il valore attuale ottenuto conterrà anche quei valori economico-finanziari frutto del piano di risanamento sulla base anche di un potenziale successo dello stesso, piuttosto che stimare i flussi di cassa futuri in un'ottica di liquidazione dell'impresa oggetto di ristrutturazione.

<sup>196</sup> “Il costo medio ponderato del capitale di un'impresa (in inglese “WACC - *Weighted Average Cost of Capital*”) è il tasso di rendimento minimo che un fornitore di risorse richiede come compensazione per il proprio contributo di capitale. Il metodo più utilizzato per stimare il tasso di rendimento richiesto consiste nel calcolo del costo marginale di ogni fonte di capitale e nella media ponderata di tali costi, denominata “media ponderata del costo del capitale” (WACC). I pesi della formula del WACC sono relativi all'incidenza delle singole fonti di finanziamento sul capitale totale investito nell'impresa, ovvero dipendono dal rapporto d'indebitamento e dall'incidenza del capitale proprio sul capitale totale. La struttura finanziaria dell'impresa incide fortemente sul calcolo del costo del capitale”.  
Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

<sup>197</sup> Nella pratica operativa, non è consuetudine prediligere l'utilizzo di un unico metodo, piuttosto, essendo un'attività valutativa e, pertanto, frutto di un giudizio umano opinabile, si preferisce integrare le diverse metodologie al fine di arrivare ad un valore economico dell'impresa condiviso e, per quanto possibile, confermato dalla coerenza tra i risultati emersi applicando differenti metodi. I tre metodi di valutazione d'azienda a cui si ricorre con maggior frequenza e consolidamento sono il *Discounted Cash Flow* (c.d. “DCF” che adotta l'ottica del flusso di cassa, permettendo in tal senso di filtrare la reale consistenza della ricchezza d'impresa, al netto di tutte quelle voci di conto presenti in bilancio per esigenze contabili e non creatrici movimentazioni di cassa), il *Dividend Discount Model* (c.d. “DDM” il quale si poggia sulla medesima logica che quindi l'analisi mediante DCF, considerando, però, i flussi generati dai dividendi attesi dell'impresa, utilizzando spesso l'approccio di Gordon) e l'analisi per *Multiples* (con i quali si analizzano gli indici del mercato di riferimento per comprendere se l'impresa è in linea con i competitors o se, eventualmente, è racchiusa nella categoria degli *outperformers* / *underperformers* del settore).

e, dall'altra, con un valore desumibile dagli schemi contabili passati (nonché il valore che avrebbe in un contesto di ordinaria attività, al netto degli effetti di un ciclo economico positivo che sovrastimerebbe tale valore) e con il prezzo di mercato di un *competitor* quotato.

L'analisi per indici (c.d. *Multiples*), infine, comprende un attento studio del contesto di mercato dell'impresa (in tal caso quantitativo, non riferendosi a quanto precedentemente asserito circa l'approccio di Porter) e, quindi, alle potenzialità che la stessa potrebbe attivare in capacità produttive e operative in tale settore: servendosi dei dati di Borsa, difatti, è possibile ricavare i multipli delle *comparables* dell'impresa oggetto di *restructuring*, allo scopo di confrontarli con gli indici ottenuti in sede di valutazione dell'impresa.

Attraverso tale confronto, il *Turnaround team* si prefigge di giungere, facendo seguito ai risultati ottenuti dai metodi sunnominati, alla predisposizione di interventi di risanamento: allinearsi con il mercato di riferimento significa porre in essere misure efficaci di adeguamento strategico, gestionale ed operativo di un'impresa alle *best practice* consolidate nel mercato rappresentato esattamente dalle *comparables* considerate in codesta attività di valutazione.

### 2.3 Esecuzione del Piano di Risanamento predisposto nel *Business Plan*

Una volta individuati gli aspetti su cui intervenire, declinandoli anche in un sistema di priorità di azione, si manifesta l'esigenza di attuare il piano di risanamento dal *Turnaround team* formulato, al fine di conseguire gli obiettivi di ripresa prefissati fino al completo riacquisto dell'autonomia, in senso lato, da parte dell'impresa stessa.

Solitamente si interviene, dapprima, svolgendo un'attività di normalizzazione della situazione operativa in crisi dell'impresa, seguendo verso un'attività di nuova instaurazione dell'equilibrio economico-finanziario che assicuri, come precedentemente detto, autonomia strategica, gestionale ed operativa dell'impresa.

La ristrutturazione finanziaria non può avvenire se non preceduta da un risanamento a livello economico ed organizzativo (solitamente vi sono importanti cambiamenti di *management*, il quale può essere sostituito e/o in parte affiancato dal *Turnaround team*).

Come evidenziato da CARDASCIA, D.G. (2005)<sup>198</sup> citando fonti della società di consulenza Alix Partners<sup>199</sup>, dalla prassi è emerso un “approccio vincente” al fine di rendere il progetto di successo ed efficace nel lungo termine.

La società, difatti, ha individuato sette *step* principali di intervento<sup>200</sup> da cui derivano *output* funzionali all’esito positivo del piano di *Turnaround*.

In particolare, limitandoci ad elencare codeste fasi in maniera sintetica ma esplicativa, in sede di acquisizione del controllo formale e sostanziale dell’impresa, il *Turnaround manager* del FIA coordinerà il proprio *team* al fine di normalizzare la situazione di crisi e di stabilizzare il *management* dell’impresa.

In fase di ristrutturazione, il *team* si attiverà allo scopo di implementare interventi incisivi sul *business* dell’impresa in termini strategici, organizzativi ed operativi (si parla, infatti, di consolidare il business – letteralmente “*fix the business*”), consegnando alla stessa una situazione economico-finanziaria solida, stabile e allineata con il proprio mercato in condizioni economiche positive.

In sede di realizzazione dei piani di azione, il *Turnaround team* dovrà, pertanto, utilizzare in maniera proattiva i risultati in sede di valutazione d’impresa, al fine di

---

<sup>198</sup> Cfr. “*Crisi d’impresa e interventi di turnaround*”, CARDASCIA, D.G., Amministrazione & Finanza, 2005.

<sup>199</sup> Importante società di consulenza attiva anche nell’ambito di *Turnaround* e *Restructuring*. Come si legge dal sito ufficiale di Alix Partners, “*Since 1981, we have set the standard for preserving value in urgent situations. We were there when the bankruptcy code was created in the United States and we have been working with management, investors, and creditors around the world ever since. As one of the leading global providers of turnaround and restructuring services, our team has worked on many of the world’s largest and most high-profile bankruptcies and restructurings*”.  
Cfr. <https://www.alixpartners.com/services/turnaround-restructuring/>

<sup>200</sup> Per completezza, “*Crisis stabilization*”, “*Leadership*” (in sede di attività di “*Take control*”), “*Stakeholders support*” (per il “*Rebuilding*”), “*Strategic focus*”, “*Organizational change*”, “*Critical Process Improvements*” (nella fase più importante di “*Fix the business*”) ed, infine, “*Financial restructuring*” in senso stretto (in ambito di “*Resolve funding*”).

redigere un *Business Plan* efficace e condivisibile da tutti gli *stakeholders* dell'impresa.

## 2.4 Dati dal mercato dei crediti deteriorati e del *Turnaround*: metodologia per le scelte di investimento

Contestualizzando codesta attività di valutazione ed esecuzione del piano di risanamento, è doveroso riassumere, sulla base dell'oggetto di investimento precedentemente presentato, i punti finora emersi come funzionali alla redazione di un'efficiente ed efficace politica di investimento da presentare da parte del FIA di *Turnaround* ai propri investitori, in sede di redazione dello Statuto: ivi, si sostanzia la previsione di un'attività di analisi del contesto economico e di settore delle imprese oggetto di esposizioni creditizie in sofferenza e della conseguente attività di valutazione della stessa al fine di giustificare le scelte di investimento su determinati *NPLs* piuttosto che su altre sofferenze bancarie.

Successivamente, si passa all'attività di formalizzazione di un'efficiente ed efficace piano di risanamento delle imprese selezionate (una volta appurato che lo stesso sia realizzabile), la durata media di un intervento tipico (solitamente tra i 7 e i 10 anni, a seconda del ciclo economico, dal momento che nella prassi sono risultate queste ultime le tempistiche standard per riacquistare autonomia strategico-operativa ed economico-finanziaria per l'impresa, a seguito di ristrutturazione<sup>201</sup>), le modalità di disinvestimento.

Le modalità di estrinsecamento di tali elementi devono essere tali da poter consentire al FIA di *Turnaround* una quanto più ampia flessibilità di intervento ed operatività non solo nei settori esplicitamente individuati all'interno della politica di investimento, ma anche in eventuali ambiti di mercato che manifesteranno esigenze di risanamento, qualora ritenuti profittevoli.

---

<sup>201</sup> Cfr. <http://enventcapitalmarkets.co.uk/wp-content/uploads/2017/05/Outlook-turnaround-2017-1.pdf>

In sede di analisi dell'impresa<sup>202</sup> e di valutazione di fattibilità di un piano di risanamento della stessa, il *Turnaround team* individua gli indicatori aziendali che maggiormente e tempestivamente possono riflettere l'impatto quantitativo e qualitativo di crisi / insolvenza dell'impresa, al fine di determinare efficaci ed efficienti obiettivi patrimoniali, strategici e organizzativi accompagnati dal relativo piano di azione di risanamento dell'impresa all'interno del *Business Plan*.

A tale scopo, è possibile considerare le medesime variabili utilizzate nella metodologia sviluppata dall'Osservatorio Monetario presso Università Cattolica del Sacro Cuore nel 2015<sup>203</sup>, con la quale vengono posti in relazione matematica attraverso una funzione lineare i principali fattori macroeconomici e *business specific* maggiormente impattanti sui volumi dei crediti in sofferenza rappresentati dalla variabile di *NPLs* (o *NPEs*) *ratio*<sup>204</sup>.

Le variabili indipendenti scelte per alimentare il modello si declinano nelle due categorie di fattori rappresentativi gli stati macroeconomici e microeconomici del mercato. Gli elementi microeconomici sono i principali aspetti che un FIA di *Turnaround* deve utilizzare allo scopo di governare numericamente lo stato dell'arte dell'impresa oggetto di potenziale risanamento.

---

<sup>202</sup> Ricordiamo che, in tal caso, l'analisi valutativa che il FIA oggetto di indagine dovrà condurre riguarda imprese che riversano in una condizione straordinaria di operatività (crisi / insolvenza) e dunque l'operatore finanziario in questione si dovrà servire non solo di elementi previsionali, ma anche di dati relativi al passato, al fine di comprendere il percorso operativo ed economico-finanziario che ha portato l'impresa ad entrare in crisi. A tal proposito, si fa riferimento proprio al fatto che è importante comprendere le cause della crisi dell'impresa al fine di ottenere consapevolezza da parte del capitale umano della stessa e quindi di predisporre un *Action Plan* per il risanamento.

<sup>203</sup> Codesta metodologia è presentata dagli stessi Autori ad integrazione di un'indagine di Bonaccorsi, Patti et al. (2015) circa le determinanti macroeconomiche impattanti sul c.d. *NPLs ratio* delle banche. Lo scopo è studiare l'esistenza di una relazione lineare robusta e significativa a livello statistico che insisterebbe tra la variabile dipendente della variazione dei crediti deteriorati e le variabili indipendenti rappresentative dello status macroeconomico e microeconomico).

<sup>204</sup> L'*Npe ratio* corrisponde al rapporto tra crediti deteriorati (*non performing exposure*) e il totale dei crediti erogati. Dove per deteriorati si intende la somma di tutti i crediti malati: sofferenze, inadempienze probabili (*unlikely to pay*) e scaduti (*past due*). L'indicatore rappresenta uno dei parametri di riferimento seguiti dalla Vigilanza per monitorare il rischio di credito delle banche (<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/npe-ratio.html>).

L'analisi di valutazione verte, pertanto, sugli aspetti economico-aziendali considerati in termini di *stock* (nonché il valore dell'indicatore al momento della rilevazione dell'azienda) per ricamarvi un obiettivo di medio lungo termine che rappresenti il *break-even point* o valore ottimo di equilibrio, ed in termini di *flow*, al fine di ricostruire dalla dinamica passata delle variazioni di valore rappresentative del declino dell'impresa una potenziale evoluzione economico-finanziaria in prospettiva, mantenendo sempre il focus di analisi sull'obiettivo ottimo prefissato.

Dovendo inizialmente ricostituire l'equilibrio economico-finanziario, il primo elemento da considerarsi in tale disamina è la leva finanziaria (c.d. "*leverage ratio*" tra debito finanziario ed *equity*)<sup>205</sup>.

Al fine di normalizzare l'esposizione debitoria dell'impresa, il *Turnaround team*, appurato il potenziale successo del piano di risanamento da proporre al *management* della stessa, presenta in tale progetto un obiettivo ottimo di *leverage ratio* raggiungibile nel medio-lungo periodo, partendo da un'eventuale rinegoziazione del debito, e che assicuri l'equilibrio economico-finanziario richiesto per assicurare operatività efficiente sul mercato nel lungo termine.

Considerando altre variabili di bilancio, l'Attivo dello Stato Patrimoniale si può rapportare (considerandolo sempre al denominatore del *ratio*) al Capitale Circolante Netto<sup>206</sup> ed alla variazione delle Immobilizzazioni iscritte nel bilancio, allo scopo di

---

<sup>205</sup> Il termine relativo al rapporto di indebitamento non sarà certamente di nuova conoscenza per il lettore: esso, infatti, era "in gran voga" allo scoppio della crisi finanziaria causata dall'esponentiale accumulo di debito non solo privato. Quest'ultimo è stato generato nonostante la consapevolezza degli operatori del mercato del credito riguardo il notevole rischio di credito associato, ma anche degli intermediari finanziari stessi. Si ricordi, a tal proposito, il concetto che riflette la nuova politica di prodotto degli intermediari finanziari riassunta nella formula "*originate-to-distribute*", a scapito della precedente "*originate-to-held*". Codesta politica, sfuggita dal controllo degli operatori stessi, ha contribuito a registrare nei bilanci un valore di indebitamento pari a trenta volte il valore del proprio capitale sociale. Tali intermediari, infatti, trasformando i crediti erogati in titoli da poter "distribuire" nel mercato potevano finanziarsi a costi di indebitamento molto bassi o con la vendita dei medesimi titoli rappresentativi di crediti, modellati al fine di soddisfare le diverse tipologie di investitore. In tale contesto si fa chiaro riferimento al rapporto di indebitamento delle imprese in declino generato e dalla crisi economica e dall'incapacità delle stesse di farvi fronte autonomamente con le proprie risorse economico-finanziarie.

<sup>206</sup> "Il capitale circolante netto (CCN) è dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti di stato patrimoniale. Rientrano tra le attività correnti: crediti verso clienti, rimanenze finali, cassa, ratei e risconti attivi. Le passività correnti comprendono: debiti verso fornitori, debiti di natura operativa, ratei

comprendere l'impatto della gestione, rispettivamente, dei crediti commerciali, dei debiti commerciali e del magazzino ed anche delle politiche di ammortamento e svalutazione dei beni tangibili e intangibili sul valore dell'impresa.

Rivolgendosi, successivamente, alle voci di Conto Economico, il *team* considera anche quei *ratios* rappresentativi della redditività dell'impresa, utilizzando come *benchmark* anche i valori *pre* crisi registrati dall'esercizio delle attività ordinarie da parte della stessa (ad integrazione di quelli rilevabili dai *competitors*).

I principali indicatori, come utilizzati dalla prassi, sono il rapporto tra l'utile dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e tributari (*Earning Before Interest and Taxes*, nonché EBIT in finanza aziendale) e il valore totale degli *asset* registrati nello Stato Patrimoniale, rappresentante la redditività generata dalla gestione dell'Attivo di bilancio, laddove il *ratio* tra la variazione degli oneri finanziari e l'EBITDA summenzionato permette di analizzare la percentuale di redditività assorbita dal pagamento della quota interessi del debito finanziario contratto.

Altri fattori sono di natura prettamente macroeconomica: tra questi, le variazioni di PIL reale, il tasso di interesse medio applicato dalla banche a fronte di prestiti, il tasso di inflazione ed il tasso di disoccupazione.

L'arduo compito richiesto al *team* è di formalizzare un progetto di ristrutturazione nel quale, da una parte, si considerino le congiunture economiche in previsione futura, dall'altra, si valuti il potenziale economico-finanziario dell'impresa, al netto degli effetti macroeconomici.

---

e risconti passivi. Il CCN è una misura della capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa. A titolo di esempio, gli analisti finanziari associano generalmente un segnale negativo agli aumenti nel valore delle rimanenze finali (difficoltà nel vendere i prodotti dell'azienda, presenza di prodotti obsoleti, le rimanenze, previsioni di riduzioni delle vendite future); un segnale negativo è anche generalmente associato agli aumenti nel valore dei crediti verso clienti (necessità di concedere dilazioni di pagamento più lunghe al fine di vendere i prodotti dell'azienda). La variazione nel valore di CCN (tra il valore di stato patrimoniale dell'anno di riferimento e quello dell'anno precedente) è usata come misura di rettifica di EBIT nel calcolo dei *free cash flow* impiegati nel *discounted cash flow method*".

Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Capitale%20Circolante%20Netto>



Considerando i risultati dello studio condotto dall'Osservatorio, è statisticamente emerso una significatività relazionale della variazione di *NPLs ratio* con i valori rappresentativi del ROA, del *leverage ratio* e del PIL, risultati che non sorprendono dal momento che, in un contesto anche di crescita economica, ciò che assicura un potenziale adempimento agli obblighi debitori sono il contenuto ammontare degli stessi rispetto al proprio capitale sociale e la capacità redditizia di ripagare il debito contratto e fronteggiare tutti gli altri costi richiesti dall'attività stessa dell'impresa.

Tali fattori, in rapporto statisticamente significativo con la variazione di *NPLs ratio*, possono essere reputati dal *team* quali *starting point* di analisi e definizione di obiettivi operativi da formalizzare nell'eventuale *Business Plan*.

Ad integrazione di tali fattori, il FIA oggetto di indagine potrà efficacemente ed efficientemente prevedere nella propria politica di investimento prevedere il rispetto della metodologia condivisa dal “*Private Equity Monitor*”<sup>207</sup> (c.d. PEM) all'interno del Rapporto nel 2017<sup>208</sup>, accogliendo una prassi consolidata all'interno del mercato in cui opera il FIA di *Turnaround* (comprendente chiaramente i risultati *supra* presentati).

Difatti, il PEM ha raccolto negli anni dati ed informazioni relative all'approccio valutativo che adottano gli operatori finanziari secondo differenti metodologie e modelli di analisi, al fine di raccogliarli in un unico metodo condivisibile e consolidato. Le caratteristiche-guida che adotta sono la “localizzazione geografica”, il “settore industriale” (riguardo al quale si presenterà la codificazione PEM di classificazione dei settori industriali “sviluppata sulla base di quella internazionale proposta dalla *Standard Industrial Classification – SIC*<sup>209</sup>”), la “descrizione di dettaglio dell'attività svolta” dall'impresa *target*, il “numero dei dipendenti” come fattori qualitativi.

---

<sup>207</sup> Cfr. <http://www.privateequitymonitor.it/>

<sup>208</sup> “*Private Equity Monitor 2017*”, redatto dall'Osservatorio PEM presso LIUC – Università Cattaneo ([http://www.privateequitymonitor.it/attach/pem\\_2017.pdf](http://www.privateequitymonitor.it/attach/pem_2017.pdf))

<sup>209</sup> Il SIC (*Standard Industrial Classification*) è un “sistema di classificazione dei settori industriali adottato negli Stati Uniti. Introdotto nel 1937, è stato sostituito nel 1997 dalla classificazione NAICS (*North American Industry Classification System*), ma è tuttora utilizzato da alcune agenzie governative (come la *Securities and Exchange Commission*, SEC, la commissione di controllo sulla borsa americana). I codici SIC sono numeri di 4 cifre (cosiddetti *digits*), che raggruppano i settori in una gerarchia di



I margini ed indici quantitativi di bilancio dell'impresa *target* che il PEM predilige sono il “fatturato (*Sales*)” inteso come “ricavi netti di vendita”<sup>210</sup>, al fine di calcolarne il tasso di crescita annuo composto (*Compound Annual Growth Rate*, CAGR) “per i tre esercizi precedenti al *deal* (ossia all'operazione di *Private Equity*, compresa anche quella di *Turnaround*)”, dal quale è possibile costruire il prospetto di crescita dei ricavi per il Piano di Risanamento, l'EBITDA e l'EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*) *supra* presentati, “l'*Enterprise Value* (EV), determinato considerando il valore attribuito al 100% dell'azienda al momento immediatamente precedente all'acquisizione”<sup>211</sup>, i *ratio* di redditività “EBITDA/*Sales*”, “EV/*Sales*” e “EV/EBITDA”, dianzi descritti.

Analizzando i dati del mercato attuale dei crediti deteriorati e dei settori di economia reale verso cui si potranno indirizzare maggiormente i capitali da impiegare in operazioni di *Turnaround*, è possibile definire, in coerenza con il proprio mercato di riferimento, l'ambito economico che il FIA oggetto di indagine può presentare nella propria politica di investimento, nel rispetto delle condizioni economico-sociali del momento nel nostro Paese. Si definisce, perciò, un insieme “intersezione” tra i dati del mercato del *Private Equity* in cui opera il FIA oggetto di tesi e quelli del “mercato degli *NPLs*”: tale analisi di mercato – condotta al fine di formalizzare le proprie scelte di investimento in sede di redazione dello Statuto del FIA di *Turnaround* – dovrà valutare

---

sottocategorie per progressivo dettaglio della tipologia di prodotto o produzione. Per es., il codice a 4 cifre SIC 2024 (gelati e altri dolci congelati) ha come sovracategoria a 3 cifre il settore con codice 202 (latticini), che a sua volta è ricompreso nella categoria a 2 digits con codice 20 (cibo e prodotti affini), comprendente altri codici a 3 cifre (per es. il 205, prodotti da forno), tutti appartenenti alla più ampia categoria a unico *digit 2* (manifattura)”.

Cfr. [http://www.treccani.it/enciclopedia/sic\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/sic_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<sup>210</sup> Nominati dalla finanza aziendale “Margine Industriale Lordo” (MIL) il quale, decurtato da altri costi operativi, si ridurrà al “Margine Operativo Lordo” (MOL, nonché l'EBITDA).

<sup>211</sup> Nonché il Valore dell'impresa come Valore attualizzato dei flussi di cassa “liberi”, comprendendone anche la Posizione Finanziaria Netta (PFN).

le imprese oggetto di potenziale ristrutturazione da un punto di vista “*buy-and-sell*”, piuttosto che “*buy-and-hold*”<sup>212</sup>.

Dal ‘PEM Report’ del 2017, si conferma l’aumento del numero di operatori del *PE Market*<sup>213</sup>, mentre, nella prospettiva della tipologia di investimento medio, si conferma che il settore di maggior favore è quello dei prodotti industriali, seguito dal settore dei beni di consumo e infine del terziario con i servizi finanziari<sup>214</sup>, con un EV almeno pari a nove volte il valore dell’EBITDA (potenziale *benchmark* di scelta della singola impresa eventualmente da risanare da parte del FIA di *Turnaround*), un fatturato inferiore a 60 milioni di euro, pertanto indirizzandosi verso le PMI (in coerenza con l’intero tessuto economico italiano).

Con riferimento, invece, a quanto presentato dall’AIFI in sede di redazione e condivisione del documento di analisi riguardante l’operatività del Mercato del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt* in Italia fino al 2017<sup>215</sup>, è possibile indagare la dinamica delle destinazioni del capitale raccolto da parte degli operatori finanziari in

---

<sup>212</sup> Come difatti affermato da BARBER, F. e GOOLD, M. (2007) “*the fundamental reason behind private equity’s growth and high rates of return is something that has received little attention, perhaps because it’s so obvious: the firms’ standard practice of buying businesses and then, after steering them through a transition of rapid performance improvement, selling them. That strategy, which embodies a combination of business and investment-portfolio management, is at the core of private equity’s success*”. Inoltre, lo scopo dell’operato del FIA, come in generale degli operatori professionisti del *Private Equity*, è quello di massimizzare il ritorno economico che verrà ottenuto in sede di disinvestimento, una volta resa l’impresa economicamente, finanziariamente ed operativamente autonoma. Come precedentemente affermato, saranno declinate in seguito le modalità esistenti di disinvestimento, al fine di suggerire in un contesto italiano quelle efficientemente attuabili dal FIA oggetto di indagine nell’ottica di ottenere un maggiore ritorno economico dall’operazione. Pertanto, tale fase è fondamentale al fine di ottimizzare il successo del progetto, il quale sarà inevitabilmente condizionato dalla prospettiva di crescita del settore ove veicolare il capitale raccolto.

<sup>213</sup> Il PEM afferma che “in termini di offerta, si rileva un buon incremento del numero di operatori attivi in Italia, che si attesta a quota 92 considerando sia i *Lead* che i *Coinvestors* (+8% rispetto al 2016). Il rapporto tra operazioni concluse e numero di operatori risulta, pertanto, pari a 1,3 (vs 1,2 nel 2016). Inoltre, nell’anno appena concluso, si conferma il ruolo di assoluto rilievo degli investitori esteri (ben il 50% delle operazioni è stato concluso da fondi non domestici, in leggera diminuzione rispetto al 53% del 2016)”.

<sup>214</sup> Segno di un indelebile segno di declino dell’economia reale maggiormente bisognosa di ristrutturazione, rispetto all’economia finanziaria, pur essendo la prima area di mercato colpita dalla crisi del 2007.

<sup>215</sup> “*Il Mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*”, AIFI, 2017.

codesto mercato, allo scopo di ottenere un primo *framework* sul quale basarsi all'atto dell'investimento da parte del FIA oggetto di indagine.

L'incremento di operatività in materia di ristrutturazione d'impresa è frutto dell'esigenza più generale di risanamento economico e codesto periodo di crisi è considerato il “miglior” periodo per predisporre ed implementare operazioni di *Turnaround* di successo<sup>216</sup>.

In particolare, nel nostro Paese, i settori che hanno ricevuto il maggior apporto di capitale di rischio a fronte di operazioni di ristrutturazione di impresa sono quelli relativi ai beni e servizi industriali e all'ambito ICT (comunicazioni, computer ed elettronica), con specifico aumento a favore delle PMI da parte di operatori privati sia tradizionali sia di nuovo sviluppo (per l'appunto intermediari finanziari quali gli OICR che si prefiggono di operare nell'ambito del *Turnaround*).

Anche l'EVCA (*European Private Equity & Venture Capital Association*<sup>217</sup>), nel Report “2017 *European Private Equity Activity – Invest Europe*”<sup>218</sup>, conferma l'andamento crescente dell'investimento nel settore del *Private Equity*, compreso l'ammontare investito per le operazioni di *Turnaround*.

Tuttavia, l'operatività in quest'ultimo ambito è ancora esigua rispetto alle altre operazioni, come l'aumento di capitale (c.d. *Capital Growth*) e il *Buyout*<sup>219</sup> sia in

---

<sup>216</sup> A tal proposito, SHAUGHNESSY, R.M. e HARRIGAN, K.R. (2009) affermano che “*for experienced turnaround managers, these are truly the best of times. Many entire industries have been priced as though they were actually obsolete. Demand in some industries may shrink, but most of them will still offer exceptional opportunities for good cash flows*”.

<sup>217</sup> L'EVCA è stata menzionata tra le Autorità / Associazioni di settore come *info provider* sfruttati dianzi nelle analisi dei settori potenziali oggetto di politica di investimento. Detta *Association*, formalmente “*Investor Europe*”, è definita come “*the association representing Europe's private equity, venture capital and infrastructure sectors, as well as their investors*”. Cfr. <https://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/>

<sup>218</sup> Cfr. <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>

<sup>219</sup> “*A buyout is the purchase of a company's shares in which the acquiring party gains controlling interest of the targeted firm. A leveraged buyout (LBO) is accomplished by borrowed money or by issuing more stock. Buyout strategies are often seen as a fast way for a company to grow because it allows the acquiring firm to align itself with other companies that have a competitive advantage*”.  
Cfr. <https://www.investopedia.com/terms/b/buyout.asp>

termini di volumi sia di quantità di imprese coinvolte. Inoltre tale Report comprova che i settori destinatari principali dei fondi finanziari sono i beni “*consumer*”, “*business*” e ICT.

Quanto rilevato dalla relazione EnVent<sup>220</sup> “Ristrutturazione del debito e *Turnaround - Outlook* sull’Italia”<sup>221</sup> (2017), invece, è un calo dei fallimenti e dei concordati preventivi, una riduzione delle domande di finanziamento specialmente da parte delle PMI le quali puntano a rivolgersi ad altri intermediari finanziari non bancari, congiuntamente ad un incremento del valore aggiunto dal parte del settore industriale e dei servizi.

Infine, dall’“*Outlook* ABI-CERVED sulle sofferenze delle imprese”<sup>222</sup>, si può dedurre che del mercato delle sofferenze bancarie fanno maggiormente quota le PMI nel settore del consumo al dettaglio, industriale e informatico.

Da tale disamina, si può definire con maggior chiarezza l’insieme “intersezione” di operatività economico-finanziaria del FIA di *Turnaround*, testé menzionato, all’interno della politica di investimento: la composizione rispecchia settori che possono essere selezionati come oggetto di ristrutturazione, osservando *drivers* di dimensione (come da indagine e, come dianzi asserito, in coerenza con il tessuto economico italiano, si predilige la piccola e media dimensione) e di attività (in linea con quanto presentato dagli *info provider* summenzionati, si fa riferimento al settore di beni di consumo,

---

<sup>220</sup> “*EnVent Capital Markets is a distinctive investment banking firm dedicated to mid-market clients providing Equity and Debt Capital Markets services, Nomad and Global Coordinator on AIM Italia, Equity Research, Merger & Acquisition advisory, Financial Restructuring and Special Situation expert. The firm assists clients with senior-level expertise and attention. By being specialized and independent, EnVent serves its clients without conflicts of interest*”.

Cfr. <http://enventcapitalmarkets.co.uk/about-us/overview/>

<sup>221</sup> Cfr. ENVENT, “*Ristrutturazione del debito e turnaround - Outlook sull’Italia*”, EnVent Research & Analysis, 2017. Cfr. <http://enventcapitalmarkets.co.uk/wp-content/uploads/2017/05/Outlook-turnaround-2017-1.pdf>

<sup>222</sup> Cfr. “*Outlook* ABI-CERVED sulle sofferenze delle imprese - 2017 stima e previsione dei tassi di ingresso in sofferenza delle società non finanziarie per fascia dimensionale”, ABI e Cerved, 2017 (<https://www.abi.it/Pagine/default.aspx>)

industriali e ICT, lasciandosi discrezionalità di attività nel settore dei servizi finanziari e non).

### **3. Oggetto e Politica di Investimento del FIA di *Turnaround* sotto il profilo giuridico**

Definito il quadro squisitamente economico e operativo del FIA di *Turnaround*, occorre, in tale sede, valutare se quanto appena asserito in materia di definizione di oggetto e politica di investimento dal punto di vista economico sia coerente con quanto previsto dal legislatore.

Per quanto concerne specificatamente l'oggetto di investimento, si fa riferimento a quanto previsto all'interno del Decreto MEF: quest'ultimo affida alla normativa secondaria emanata dalle Autorità competenti (in tal caso specifico a Banca d'Italia) le modalità di definizione, sul piano tecnico e contenutistico, dell'oggetto di investimento e della politica di investimento: tale rimando si è sostanziato nell'emanazione del Provvedimento di Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio del 19 Gennaio 2015.

Il Titolo III "Società di Investimento a Capitale Variabile e a Capitale Fisso" racchiude intuitivamente la disciplina e delle SICAV e delle SICAF (queste ultime di diretto interesse nella presente indagine): le disposizioni in tema di Statuto sono chiaramente presenti nella Sezione II dedicata all'autorizzazione dell'attività delle sunnominate Società di Investimento.

In particolare si rimanda a quanto previsto nel Titolo V "Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio", Capitolo I del medesimo Provvedimento.

La rubrica di tale Capitolo, "Criteri generali e contenuto minimo del Regolamento di gestione dei fondi comuni", pone di per sé un punto di attenzione circa la volontà del legislatore di fornire un denominatore comune per quanto riguarda il contenuto del Regolamento del fondo in termini formali e sostanziali, nel caso di specie inserito all'interno dello Statuto nel caso di OICR statutario.

Ciò significa, pertanto, che per le parti statutarie di competenza della gestione del fondo, in quanto patrimonio raccolto dalla collettività in rispetto della separatezza patrimoniale, possono essere predisposte in conformità con quanto previsto nel caso di struttura contrattuale del fondo.

Chiaramente, per le parti, invece, di competenza della Società in quanto tale, si rispetteranno chiaramente le previsioni del diritto comune vigente nel nostro Paese.

Per quanto concerne i criteri generali di redazione del regolamento, secondo il paragrafo 3 del Capitolo I, devono essere soddisfatti i principi di chiarezza, competenza, sintesi e coerenza.

Si prevede, a tal riguardo, che, essendo un elemento fondamentale di scelta consapevole di investimento di un soggetto risparmiatore / investitore, il Regolamento deve essere chiaro e completo in tutte le informazioni concernenti i rapporti contrattuali e giuridici con i partecipanti, eliminando elementi che pregiudichino la sintesi.

Ciò è stato previsto dal legislatore, nonostante lo stesso sia consapevole della difficoltà e dello sforzo logico e pratico nel trovare, all'atto di redazione del regolamento del fondo, un punto in comune tra i concetti di sintesi e completezza: probabilmente si fa riferimento alla possibilità di semplificazione dei termini che identificano e disciplinano i rapporti contrattuali.

Per quanto concerne, invece, il criterio della coerenza, esso attiene prettamente al contenuto del testo in tema di “oggetto, politica di investimento, natura degli investitori cui esso è rivolto, regime delle spese, ripartizione dei proventi e, in generale, tutte le modalità di funzionamento”.

Pertanto, è d'obbligo far riferimento a quanto previsto nella Sezione II su richiamata concernente il contenuto minimo al fine di forgiare sul piano giuridico quanto precedentemente presentato in termini economici: le caratteristiche del fondo individuate come fondamentali sono l'oggetto di investimento, la politica di investimento e il regime di proventi e spese applicate alla gestione del fondo.

Per quanto concerne l'oggetto di investimento, la normativa prevede che esso dovrà essere identificato coerentemente con la tipologia del fondo da gestire: ad avviso di chi

scrive, pare corretto puntualizzare che la tipologia di fondo è funzione dell'oggetto di investimento e non viceversa, pertanto quanto definito nella scheda identificativa del fondo è un *de cuius* di quanto descritto a livello di presentazione dell'oggetto di investimento.

La natura di quest'ultimo, inoltre, è particolarmente complessa da declinare: difatti, si specificherà che codesto oggetto si identificherà, dapprima, in titoli di debito che il FIA acquirerà dalle banche secondo i criteri definiti all'interno della politica di investimento predeterminata, e che, sempre nel rispetto di quanto previsto dalla stessa, saranno soggetti a trasformazione in titoli rappresentativi del capitale di rischio, gestiti da un altro comparto che opererà, per l'appunto, nell'ambito del *Private Equity*<sup>223</sup>.

Oltre alla specificazione della natura, si richiede di esplicitare il grado di liquidità dell'oggetto di investimento: nel caso di specie è piuttosto un grado di illiquidità che giustifica la scelta della tipologia di FIA riservato, nel rispetto del principio di coerenza *supra* richiamato.

Per quanto concerne, invece, la politica di investimento, il Provvedimento asserisce due principi da rispettare in sede di estrinsecamento della politica di investimento: essa, quindi, “riguarda gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento” e deve *in toto* identificare “quadro coerente in modo da far emergere con chiarezza il profilo di rischio-rendimento atteso del fondo” (nonché il rispetto dei criteri di coerenza e chiarezza).

Al fine di soddisfare codesti requisiti minimi, la norma presenta il contenuto essenziale da presentare: le aree di mercato e/o geografiche sulle quali insisterà l'attività del fondo, la composizione del portafoglio, “lo stile di gestione e le tecniche di investimento”, eventuali strategie di copertura dei rischi mediante investimento in strumenti derivati, “gli eventuali vincoli di selezione degli investimenti sulla base di

---

<sup>223</sup> Ai fini di completezza e trasparenza, si puntualizza che verrà in seguito cennata la normativa in materia di gestione dei conflitti di interesse come da ultimi aggiornamenti.

criteri etici o di finanza sostenibile” e qualsiasi altro elemento atto a identificare univocamente la politica stessa<sup>224</sup>.

Inoltre, a corollario di ciò, è possibile che si indichi all’interno del fondo “se il gestore può assumere, in relazione a specifiche situazioni congiunturali, scelte, anche diverse da quelle ordinariamente previste, volte a tutelare l’interesse dei partecipanti”. Quest’ultima previsione è un aspetto importante da indicare, al fine di garantire quella flessibilità di scelta di investimento sunnominata in funzione dei diversi mercati bisognosi di essere sostenuti in contesti di ristrutturazione.

Orbene, sarà previsto in sede di redazione della politica di investimento, declinando quanto economicamente presentato precedentemente, che l’operatività del FIA di *Turnaround* si indirizza, con clausole di flessibilità di investimento, verso settori in necessità di ristrutturazione che rispettino criteri di dimensione (prevalentemente piccola e media, in coerenza con il tessuto economico italiano) e di attività (produzione di beni di consumo, industriali e ICT, con possibilità di valutare la produzione di servizi finanziari e non, al fine di considerare un’altra grande eccellenza dell’economia italiana quale l’artigianato)<sup>225</sup>, nel rispetto di parametri quantitativi tra quelli annoverati nel paragrafo precedente.

---

<sup>224</sup> Per dovere di completezza, la disposizione prevede testualmente che si devono indicare almeno “le aree geografiche/mercati, le categorie di emittenti, i settori merceologici, le tipologie di imprese e la valuta di denominazione degli strumenti finanziari o dei beni; la composizione del portafoglio in termini di pesi massimi delle singole componenti (titoli rappresentativi del capitale di rischio, di debito, depositi bancari, ecc.), indicando la percentuale massima rispetto all’attivo che dette componenti possono raggiungere. A tal fine, si fa riferimento a categorie omogenee di beni significative in relazione all’oggetto di investimento e alla complessiva politica di investimento del fondo; se e con quale finalità il fondo intende operare in strumenti finanziari derivati, l’incidenza di tali strumenti sui rischi del fondo, tenendo anche conto degli impegni impliciti nella componente derivativa dei titoli strutturati nonché l’intenzione di utilizzare strumenti finanziari derivati per assumere posizioni corte nette; lo stile di gestione e le tecniche di investimento (es.: metodi di tipo quantitativo, analisi fondamentale); ogni altro fattore rilevante nella definizione degli investimenti (es.: *duration*, criteri di valutazione del merito di credito dell’attività degli OICR); gli eventuali vincoli di selezione degli investimenti sulla base di criteri etici o di finanza sostenibile; nel caso di “fondi a capitale protetto” o di “fondi garantiti”, le caratteristiche del prodotto e i termini della “protezione del capitale” o della “garanzia”; se rilevante, il livello massimo di leva finanziaria che l’OICR può assumere in rapporto al valore complessivo netto e le modalità con le quali tale leva è creata”. Cfr. Titolo V, Capitolo I, paragrafo 3.1.2 del Provvedimento.

<sup>225</sup> Cfr. paragrafo precedente.



#### **4. La stipula dell'accordo con il depositario e con il gestore esterno**

Come più volte asserito nel corso della presente trattazione, il ruolo del depositario è riconosciuto come rilevante anche dal legislatore stesso che, in ambito, tecnico regola all'interno del Provvedimento *supra* richiamato.

Nel Titolo VIII del Provvedimento, più precisamente al paragrafo 2 del Capitolo II rubricato "Relazione tra Sgr, Sicav o Sicaf e Depositario", si disciplina il rapporto che deve intercorrere tra il gestore ed il depositario.

La scelta del depositario è di primaria importanza per il FIA di *Turnaround*, il quale dovrà mettere in atto tutte le proprie informazioni e conoscenze al fine di valutare l'efficienza del depositario da ingaggiare e la possibilità di mettere effettivamente in atto le attività di controllo e monitoraggio dell'adeguatezza dello stesso.

In tale sede, la normativa prevede che il gestore tenga conto "delle risorse umane e tecniche, delle procedure di valorizzazione e di controllo, delle metodologie di valutazione dei beni del fondo che il depositario intende impiegare per lo svolgimento dell'incarico".

Definiti tutti gli adempimenti formali e sostanziali propedeutici alla scelta del depositario (il cui ruolo può essere affidato a "banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche" come precisato nei Capitoli precedenti<sup>226</sup>), quest'ultimo sarà firmatario di un contratto in forma scritta, pena nullità, stipulato congiuntamente al gestore, all'interno del quale vengono specificati ruoli e responsabilità, specifiche disposizioni da rispettare durante il corso del rapporto in tema di controllo dei flussi informativi e del perimetro di attività ed azione del depositario sul gestore e viceversa.

Il Capitolo III del Titolo concernente il depositario e contenuto nel Provvedimento asserisce, secondo quanto dettato dall'art. 48 del TUF "Obblighi del Depositario", che

---

<sup>226</sup> Cfr. art. 47 "Incarico di depositario", comma 2, TUF.

gli obblighi in capo a quest'ultimo riguardano la custodia e della liquidità con contestuale attività di monitoraggio dei flussi di cassa e degli strumenti finanziari e tutti gli altri beni attribuiti al gestore in quanto gestore del FIA di *Turnaround*<sup>227</sup>, verificandone la proprietà.

Ad incremento, dunque, degli obblighi derivanti dalla disciplina concernente la custodia, si ribadisce che viene attribuita al depositario anche una funzione di controllo, a presidio della sana e prudente gestione.

Infatti, si prevede, tra gli “altri obblighi” della Sezione IV appartenente al Capitolo III titolato “Obblighi del depositario”, che “nello svolgimento degli obblighi di sorveglianza nonché delle funzioni relative alle sottoscrizioni e ai rimborsi, alla valutazione delle parti di OICR, all'esecuzione delle istruzioni del gestore, al regolamento delle operazioni e alla distribuzione dei redditi dell'OICR, i depositari di FIA” si attengano “a quanto previsto dall'art. 87 e dagli artt. 92-97 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013<sup>228</sup>”.

Per quanto concerne l'accordo con il gestore esterno, al fine di ottenere l'autorizzazione da parte di Banca d'Italia, sentita la CONSOB, la SICAF, in sede di redazione dello Statuto, dovrà ottemperare, oltre agli obblighi previsti per la costituzione di una SICAF estrinsecati nei capitoli precedenti, ad ulteriori adempimenti, tra cui prevedere esplicitamente “l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata” (art. 38, comma 1, lett. f), punto 2) e predisporre un accordo tra il gestore esterno, se diverso da una SGR, ed il depositario “che assicura a quest'ultimo la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento delle proprie funzioni” (art. 38, comma 1, lett. g).

---

<sup>227</sup> Ricordiamo che il patrimonio separato del FIA, seppur costituitosi l'OICR statutario, è considerato un'entità priva di personalità giuridica, prevedendo che il gestore, quando svolge le proprie attività, è tenuto a puntualizzare per conto di quale soggetto agisce.

<sup>228</sup> Cfr. *REGOLAMENTO DELEGATO (UE) N. 231/2013 DELLA COMMISSIONE del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza* (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0231&from=IT>)

## 5. Obblighi normativi per la gestione dei conflitti di interesse: cenni

Un aspetto importante e di notevole impatto a livello di requisiti prudenziali da rispettare in sede di organizzazione delle attività concernenti la gestione collettiva del risparmio, si identifica nella gestione dei “Conflitti di Interesse”.

Nella presente indagine, è prudentiale e doveroso presentare taluni aspetti in tema di conflitti di interesse, dal momento che il gestore del FIA di *Turnaround* continua ad adempiere al proprio ruolo sia in sede di acquisizione dei crediti deteriorati da gestire in una prima fase in un fondo di credito puro, sia al momento successivo di trasformazione degli stessi in titoli partecipativi del capitale di rischio che permetteranno al gestore di svolgere la propria attività di gestione del FIA operante in ambito di *Private Equity*, dovendo assolvere al compito di “risanatore” dell’impresa in declino.

Tale identificazione consente di preservare un’alta probabilità di successo dell’operazione di *Turnaround*, poiché in tal modo si garantirebbe la continuità delle azioni che il gestore può intraprendere a vantaggio della risanamento dell’impresa (mantenendo così il patrimonio acquisito in sede di analisi dei settori economici su cui operare).

Consapevole dell’impossibilità di eliminare totalmente i conflitti di interesse, il legislatore ha contribuito a disciplinare gli stessi, prevedendone un sistema di gestione che contemplasse almeno la loro potenziale minimizzazione, nel regime del rispetto della trasparenza nei confronti dell’investitore.

Il gestore, in sede di gestione del FIA di *Turnaround*, ulteriormente al rispetto dei principi generali concernenti tale materia<sup>229</sup> ed all’attività di identificazione e

---

<sup>229</sup> “1. I conflitti di interessi che potrebbero sorgere tra le SGR o le SICAV e gli OICR e i partecipanti agli stessi, tra i clienti di tali società e gli OICR o tra i diversi OICR gestiti sono: a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi. 2. Quando le misure adottate ai sensi del comma 1, lett. b) non risultino sufficienti ad escludere il rischio che il conflitto di interessi rechi

valutazione delle “situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli OICR” (art. 38, Capo II, Titolo II, Parte Quinta del Regolamento Congiunto di Banca d’Italia e CONSOB precedentemente all’ultima revisione nel 2018<sup>230</sup>), è tenuto a definire le politiche di governo dei conflitti di interesse, garantendo ai propri interlocutori piena notizia ed informazione riguardante l’esistenza e le modalità di gestione degli stessi.

Difatti, si richiede esplicitamente la forma scritta in sede di definizione di tale politica, predisponendo anche criteri di indipendenza al manifestarsi di situazioni di conflitto di interessi.

Rispettando il rimando del Regolamento Congiunto al Regolamento Intermediari CONSOB come da ultima versione (2018)<sup>231</sup> come riferimento di codesta disciplina a livello secondario, nel Libro IV, Parte III del Regolamento Intermediari si stabiliscono i “Principi Generali” (art. 92) e i “sistemi di remunerazione e di incentivazione e valutazione del personale” (art. 93).

---

pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi, tale circostanza deve essere sottoposta agli organi aziendali competenti ai fini dell’adozione delle deliberazioni necessarie per assicurare comunque l’equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi”, art. 37, Capo II, Titolo II, Parte Quinta del Regolamento Congiunto come era vigente prima dell’ultima revisione del 2018.

<sup>230</sup> L’articolo di riferimento recita quanto segue: “1. Le SGR e le SICAV considerano, tra le circostanze tali da far sorgere un conflitto di interessi, le situazioni che danno origine a un conflitto tra: a) gli interessi della società, anche derivanti da rapporti di gruppo e dalla prestazione congiunta di più servizi, di uno o più clienti e i doveri della società nei confronti degli OICR; b) gli interessi di due o più OICR in gestione. 2. Nel considerare le situazioni di conflitto di interessi, le SGR e le SICAV valutano, almeno, se la società, un soggetto rilevante, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti: a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a spese dell’OICR; b) abbiano, nel risultato del servizio di gestione collettiva o dell’operazione disposta per conto dell’OICR, un interesse distinto da quello dell’OICR; c) abbiano un’utilità finanziaria o di altra natura a privilegiare gli interessi di clienti o di altri OICR rispetto a quelli dell’OICR interessato; d) ricevano o possano ricevere, da soggetti diversi dagli investitori, incentivi in connessione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sotto forma di denaro, beni o servizi, diversi e ulteriori rispetto ai compensi normalmente percepiti per il servizio”, Capo II, Titolo II, Parte Quinta del Regolamento Congiunto come era vigente prima dell’ultima revisione del 2018.

<sup>231</sup> Cfr. “Regolamento intermediari adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018”, CONSOB, 2018 ([http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2018\\_20307.pdf/776d11cf-5df4-4079-8af3-a0f1335b7593](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2018_20307.pdf/776d11cf-5df4-4079-8af3-a0f1335b7593))

Per quanto concerne il primo aspetto, si richiede all'intermediario chiarezza verso il cliente a livello di informativa da fornire ogni qual volta sorgono situazioni in conflitto di interesse da gestire a livello di politica organizzativa, remunerativa e di incentivazione, attivando tutte "le misure ragionevoli volte a evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti" (art. 92, comma 1).

Possiamo affermare che il regime di eterogestione consente di adempiere in maniera più efficace al controllo che codeste politiche siano efficienti e che sia rispettato il principio di indipendenza.

Ebbene, per quanto concerne il secondo aspetto, si richiede all'intermediario che, nell'espletamento delle proprie attività, si eviti "di remunerare e di incentivare il proprio personale secondo modalità incompatibili con il dovere di agire nel migliore interesse dei clienti" (art. 93, comma 1).

Nel particolare caso di OICR (e quindi incluso anche il FIA oggetto di indagine), l'art. 115 del Regolamento Intermediari rubricato "Gestione dei conflitti di interesse" asserisce che, per l'appunto, occorre perlomeno gestire tali situazioni contemperando i diversi interessi che intercorrono a livello di gestore, fondo, partecipanti / investitori e destinatari del capitale del fondo<sup>232</sup>.

Pertanto, si richiama il principio di "vigilanza separata" sull'operato del gestore in termini di ruoli e responsabilità (esercitata a monte sulla totalità delle attività del gestore esterno e al depositario e alla SICAF stessa responsabile nei confronti degli

---

<sup>232</sup> Testualmente, l'articolo recita quanto segue "1. I gestori considerano, tra le circostanze idonee a far sorgere un conflitto di interessi, le situazioni, anche emergenti in fase di costituzione dell'OICR, che danno origine a un conflitto tra: a) gli interessi del gestore, compresi i suoi soggetti rilevanti o qualsiasi persona o entità avente stretti legami con il gestore o un soggetto rilevante, e gli interessi dell'OICR gestito dal gestore o gli interessi dei partecipanti a tale OICR; b) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di altri OICR o dei rispettivi partecipanti; c) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di un altro cliente del gestore; d) gli interessi di due o più clienti del gestore. 2. I tipi di conflitti di interesse che possono insorgere nella gestione di OICR sono disciplinati dall'articolo 30 del regolamento (UE) n. 231/2013. 3. I conflitti di interesse di cui al comma 1 sono: a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti. 4. I gestori tengono distinti i compiti e le responsabilità che possono essere considerati incompatibili fra loro o che appaiono idonei a creare sistematici conflitti di interesse. 5. Nel caso in cui i conflitti di interesse non possano essere gestiti tramite efficaci misure organizzative, si applica l'articolo 34 del regolamento (UE) n. 231/2013 in conformità alla politica di gestione dei conflitti di interesse disciplinata dall'articolo 117".

investitori per quanto di competenza), sui flussi informativi e su politiche remunerative che incentivano il gestore ad ottenere con metodi elusivi ed inefficienti *performance* migliori per una retribuzione maggiore, come previsto dal Regolamento Congiunto (prima che venisse privato della disciplina in materia di conflitti di interesse con modifiche avvenute nell'anno in corso).

Per quanto concerne la politica di gestione dei conflitti di interesse, l'art. 117 rimanda a quanto previsto dal Regolamento (UE) n. 231/2013<sup>233</sup>. Quest'ultimo Regolamento, infatti, dispone che codesta politica deve essere predisposta in forma scritta che includa la presenza di un valutatore esterno di coerenza e completezza della stessa e l'individuazione di procedure e attività di monitoraggio atte a prevenire o al più gestire in ottica di minimizzazione i conflitti di interesse che possono sorgere<sup>234</sup>.

## **6. Processo di disinvestimento e durata del FIA di *Turnaround***

Il processo di disinvestimento (c.d. *way out*) costituisce una fase critica dell'operazione di ristrutturazione, dal momento che risulta cruciale comprendere quale sia il momento migliore sia per l'impresa, la quale in tal modo riacquista la propria indipendenza in termini di gestione e economico-finanziari, sia per l'operatore stesso, il quale rientra

---

<sup>233</sup> Difatti, “la politica di gestione dei conflitti di interesse è disciplinata dall'articolo 31 del regolamento (UE) n. 231/2013”, art. 117, comma 1, Regolamento Intermediari.

<sup>234</sup> Per ragioni di completezza, l'art. 31 “Politica di gestione dei conflitti di interesse” esplicita che “1. Il GEFIA istituisce, attua e applica un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi. Tale politica è formulata per iscritto ed è adeguata alla dimensione e all'organizzazione del GEFIA e alla natura, alla scala e alla complessità della sua attività. Qualora il GEFIA appartenga ad un gruppo, tale politica tiene conto anche delle circostanze, di cui il GEFIA è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo. 2. La politica di gestione dei conflitti di interesse messa in atto conformemente al paragrafo 1 include quanto segue: a) l'individuazione, in riferimento alle attività svolte dal GEFIA o per suo conto, comprese quelle svolte da un delegato, un subdelegato, un valutatore esterno o una controparte, delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori; b) le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti”.

dei propri capitali, a seguito di un'attenta valutazione in sede di ottimizzazione del profitto da disinvestimento.

Nella pratica economica, sono numerose le modalità di disinvestimento: la scelta delle modalità migliori che il FIA di *Turnaround* può prevedere nel proprio Statuto verrà elaborata nel presente paragrafo, rispettando la tecnica precedentemente utilizzata in sede di descrizione dell'oggetto e della politica di investimento.

Di seguito sono presentati i razionali economici e le modalità di disinvestimento che, anche giuridicamente, potrebbero essere compatibili con l'operatività del FIA oggetto di indagine.

L'EVCA propone di classificare le operazioni di disinvestimento in cinque macrocategorie: IPO (*"Initial Public Offering"*), *Trade Sale*, *Replacement / Secondary Buy Out*, *Buy Back* e *Write-Off*.

La prima metodologia è quella maggiormente utilizzata dagli operatori finanziari in sede di disinvestimento. Nonostante ci possano essere problemi di valorizzazione del capitale di una Società di piccole dimensioni (come sarà la maggior parte dei casi dei settori di riferimento della politica di investimento *supra* definiti) dovuti all'illiquidità del relativo mercato ed elevati costi di collocamento al fine di attrarre quanti più investitori possibili, tuttavia non è da escludere che il FIA di *Turnaround* possa mettere in campo tutti gli *effort* necessari, allo scopo di rendere l'operazione di successo, piazzando l'impresa ad un prezzo che può ampiamente coprire i costi dell'intera operazione.

Alternativamente, il FIA di *Turnaround* potrebbe valutare l'operazione di *Trade Sale*, pratica certamente più diffusa in Italia, perché si basa su un accordo stipulato con gli amministratori e i soci dell'impresa risanata. I vantaggi presentati dall'EVCA sono certamente maggiori rispetto alla metodologia precedente, in termini di costi minori (o prezzo di cessione maggiore) ed alta probabilità di successo, bilanciati tuttavia da altrettanti svantaggi, tra cui il forte potere contrattuale che possiede l'acquirente.

La terza metodologia (*Replacement / Secondary Buy Out*) consiste nel coinvolgimento di un secondo operatore del *Private Equity* che dovrà subentrare al FIA di *Turnaround*

al momento del disinvestimento: ciò accade specialmente nei casi in cui vi è la necessità di *way out* anticipato per sopravvenuti problemi in sede di esecuzione del piano di risanamento e, perciò, sarebbe poco profittevole per il FIA oggetto di indagine proseguire con un'ulteriore attività istruttoria per valutare l'impresa (oramai differente dalla precedente situazione di declino). Tuttavia si potrebbe prevedere una clausola di uscita anticipata che tuteli il FIA di *Turnaround* dal proseguimento di una *mala gestio*, nel caso in cui, in sede di acquisizione, si sia valutato di mantenere parte del *management* precedente (caso raro ma probabile).

La penultima modalità (*Buy Back*) consiste, banalmente, nel riacquisto della società da parte dell'imprenditore stesso, prevedendo inoltre la possibilità, seconda dell'agente, di esercitare opzioni *put* (dall'investitore) o *call* (dall'imprenditore).

Perciò, anche codesta modalità, come quella precedente, potrebbe essere prevista come alternativa di disinvestimento in sede di redazione dell'accordo tra il FIA di *Turnaround*, il *management* e i soci dell'impresa.

Il *Write off*, in pratica, è una conseguenza di tutte le precedenti metodologie di investimento, dal momento che comporta semplicemente la cancellazione dello strumento partecipativo detenuto dal FIA di *Turnaround* dallo Stato Patrimoniale dell'impresa risanata oggetto di disinvestimento.

Ebbene, si può concludere che il FIA di *Turnaround*, operando all'interno del mercato italiano, ha economicamente a prevede statutariamente la metodologia di investimento identificata nell'operazione di *Trade Sale*, per consentire una negoziazione più flessibile all'interno dell'impresa stessa, lasciandosi come opzione "*put*" di cui sopra la possibilità di valutare l'IPO, al fine di garantire all'impresa, se economicamente conveniente e realistico, una maggiore visibilità sul mercato (con annessa possibilità di raccogliere capitali dal mercato stesso) e tutte le altre condizioni al manifestarsi delle quali il FIA di *Turnaround* richiederà un *Replacement*, piuttosto che un *Buy Back*.

Tali previsioni saranno formalizzate dal FIA oggetto di indagine all'atto di redazione della Politica di Investimento all'interno dello Statuto, in modo tale da rendere adeguatamente informati e consapevoli i propri potenziali investitori circa quanto verrà



proposto in sede di approvazione del piano di risanamento presentato all'impresa oggetto di *restructuring*.

Per quanto concerne le tempistiche, occorre valutare la *duration* dell'investimento, direttamente dipendente dalle previsioni di successo del piano (come precedentemente asserito): nel particolare caso italiano tali tempistiche oscillano tra i 7 e i 10 anni, come deducibile dagli *info provider*<sup>235</sup>.

Dal punto di vista giuridico, il Provvedimento prevede, a completamento dei contenuti minimi del Regolamento di gestione<sup>236</sup>, di indicare la durata del fondo ed eventuali motivazioni di proroga, nel rispetto di quanto disposto all'interno del Decreto MEF.

Quest'ultimo, in particolare, lascia discrezionalità di scelta della durata del fondo da formalizzare nello Statuto, nel rispetto, chiaramente, della coerenza con le tempistiche del gestore, ed, inoltre, essendo il FIA oggetto di indagine chiuso, al secondo comma si prevede un durata massima di cinquanta anni, concedendo proroghe sotto condizioni dettate dal Decreto stesso (articolo 6 "Durata")<sup>237</sup>.

Si può, in conclusione, affermare che il FIA di *Turnaround* ha la possibilità di prevedere all'interno del proprio Statuto, le tempistiche e le condizioni di investimento e disinvestimento per sé migliori ed efficienti, nel rispetto dei pochi ma incisivi paletti predisposti dal legislatore, cosicché per ottenere ottimi risultati occorre costanza, perseveranza ed effettiva applicazione della lunga esperienza dei professionisti di ogni

---

<sup>235</sup> Cfr. <http://enventcapitalmarkets.co.uk/wp-content/uploads/2017/05/Outlook-turnaround-2017-1.pdf>

<sup>236</sup> Testualmente al primo punto della Sezione II, Capitolo I, Titolo V del Provvedimento si estrinseca la "Struttura del regolamento": "Il regolamento si compone di tre parti: (A) Scheda identificativa: contiene gli elementi essenziali di identificazione del fondo e fornisce al sottoscrittore i riferimenti principali in ordine al fondo, alla società che lo gestisce e al depositario; (B) Caratteristiche del prodotto: sono descritte le caratteristiche fondamentali del fondo, con particolare riferimento all'oggetto, alla politica di investimento e al regime dei proventi e delle spese; (C) Modalità di funzionamento: contiene le regole di funzionamento del fondo. Ciascuna parte del regolamento è strutturata in articoli, numerati progressivamente, e riporta almeno gli argomenti indicati nei paragrafi successivi".

<sup>237</sup> Di fatti, all'art. 6 del Decreto leggiamo quanto segue: "1. Il regolamento del fondo o lo statuto della Sicav o della Sicaf fissa il termine di durata dell'Oicr in coerenza con la natura degli investimenti. Nel caso di un fondo il termine non può in ogni caso essere superiore al termine di durata del gestore. 2. Fermo restando quanto previsto al comma 1, la durata degli Oicr chiusi non può essere superiore a cinquanta anni, escluso il periodo di proroga di cui all'articolo 11, comma 2".

settori su cui andrà a movimentarsi il fondo preso in gestione (specialmente se trattasi di operazioni complesse come quelle di ristrutturazione).

## **7. Ulteriori previsioni da Statuto: brevi curiosità**

Altre previsioni da inserire nello Statuto del FIA oggetto di indagine e di particolare interesse possono essere cennate in questa sede, al fine di concludere con elementi specifici per un FIA di *Turnaround* che completino la presente trattazione.

Ad avviso di chi scrive, è interessante comprendere le modalità di predisposizione del programma di attività, dal contenuto certamente intenso in ambito di operazioni di ristrutturazione.

In tale contesto, la SICAF predisporrà tale documento nel quale dovrà illustrare le attività iniziali e di sviluppo per il raggiungimento di obiettivi prefissati dalla stessa, descrivendone le strategie di conseguimento.

Similmente alla politica di investimento, ma maggiormente legato all'intrinseca attività di gestione a prescindere dall'oggetto di investimento, il programma di attività riguarda non solo l'identificazione della SICAF stessa con il proprio perimetro economico e territoriale nel quale si prefigge di operare, ma anche le modalità di esecuzione dell'attività di gestione e le risorse economico-patrimoniali a supporto. Tale programma sarà valutato da Banca d'Italia al fine di assicurarsi del rispetto dei principi di coerenza, completezza e adeguatezza con la struttura organizzativa e la capacità patrimoniale, finanziaria ed economica della SICAF stessa.

In relazione proprio a quest'ultimo aspetto e considerando esclusivamente quanto previsto dal Provvedimento in tema di FIA riservati (sempre in materia di oggetto e politica di investimento), si puntualizza codesto importante aspetto da esplicitare in Statuto a tutela dell'investitore.

Nel Titolo V, Capitolo III, Sezione VI "FIA riservati", dal momento che nulla di specifico è previsto in tema di "SICAF riservate" potendosi nella pratica applicare le medesime disposizioni dei FIA suddetti, è statuito chiaramente che "nel caso di fondi

che investono in crediti, la leva finanziaria non può superare il limite di 1,5” e nella nota relativa allo strumento dei crediti si puntualizza che “i crediti in cui il fondo investe non possono avere una durata superiore a quella del fondo”.

Un punto di attenzione è d’obbligo: dal momento che, come dianzi affermato, i crediti su cui investe in FIA di *Turnaround*, una volta acquisiti, vengono trasferiti dal proprio comparto esclusivamente investito in credito puro ad un altro comparto appartenente al FIA stesso, ma focalizzato sul *Private Equity* (e quindi caratterizzato da investimenti in titoli rappresentativi di capitale di rischio nei quali i crediti deteriorati acquistati sono stati convertiti per le ragioni suddette), la durata del fondo sarà inevitabilmente legata prima di tutto alle tempistiche stabilite in sede di definizione dei piani di risanamento, con una clausola assicurante flessibilità a vantaggio del successo del piano.

## Conclusioni

La necessità diffusa di ristrutturazione del tessuto dell'economia reale, riflessa nella formazione del mercato dei crediti deteriorati, ha stimolato lo sviluppo e l'estensione dell'operatività di particolari soggetti finanziari che si occupano di ristrutturazione d'impresa, nonché di *Turnaround*.

Nel nostro Paese, l'operazione di *restructuring* ha conosciuto un interesse crescente da parte del legislatore, degli investitori e degli intermediari finanziari medesimi, e per motivi economici e per ragioni giuridiche.

In particolare, il legislatore ha, da una parte, privato del 'marchio' del "*Too Big Too Fail*" il settore bancario<sup>238</sup>, dall'altra, rafforzato la normativa in materia di risanamento di impresa, al fine ultimo di preservare, per quanto possibile, il valore dell'occupazione.

L'elaborazione del presente lavoro pone la propria genesi nell'attività di disamina dello stato dell'arte del mercato economico-finanziario e della relativa normativa europea e locale e nella conseguente proposizione di alcune delle opportunità operative generatesi dalla crisi a vantaggio dell'economia reale: attraverso tale trattazione si desidera esprimere un'idea di mercato finanziario non più esclusivamente "*banking-based*"<sup>239</sup> (prospettiva particolarmente radicata nel nostro Paese e una delle cause principali di rallentamento della ripresa economica<sup>240</sup>), ma alternativamente diversificato.

---

<sup>238</sup> Basti pensare all'emanazione della "*DIRETTIVA 2014/59/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio*" (c.d. 'BRRD') e successivi adempimenti, rafforzando le possibilità di avvio di procedura di fallimento bancario e lasciando l'aiuto di Stato come *extrema ratio*.

<sup>239</sup> È chiaro, ad avviso di chi scrive, che prescindere dagli intermediari bancari, primi interlocutori dell'economia reale, sarebbe l'oggetto di una discussione sterile e priva di vero valore aggiunto.

<sup>240</sup> A tal proposito, Guido Tabellini, Docente ordinario di Economia dell'Università L. Bocconi di Milano, asserisce, durante l'ottava edizione de "Il Salone del Risparmio" che "Le banche italiane sono appesantite

A tal proposito, l'intenzione è quella di sradicare, almeno parzialmente, il modello di 'banca universale' operativa su tutte le aree finanziarie, alcune delle quali potrebbero, invece, essere dominate anche o esclusivamente da altri intermediari che ne farebbero unico oggetto di attività (come, appunto, gli operatori finanziari nel mercato nel *Private Equity*, in particolare nel *Turnaround*).

La presente trattazione è stata, pertanto, fortemente voluta a titolo contributivo e proattivo per la ricerca di nuove risoluzioni al dramma dei crediti deteriorati, rivolgendosi a quanto potesse essere offerto dagli intermediari non bancari<sup>241</sup> in questo ambito.

Un'opportunità presentata dalla crisi, nel caso di specie, è quella di affidare il "*Non-Performing Loans management*" a professionisti del risanamento di impresa, i quali, non dovendo osservare gli adempimenti patrimoniali con le medesime rigidità temporali imposte tipicamente ad una banca, consentono alla stessa di risparmiare risorse e di orientarsi nuovamente verso il proprio *core business* (erogazione del credito e raccolta di risparmio<sup>242</sup>).

Tale asserzione può rivelarsi tanto più precisa quanto più, ad avviso di chi scrive, si considera la complessità dell'operazione di ristrutturazione di impresa, poiché si richiede di valutare ed eventualmente accompagnare l'impresa nel tortuoso percorso di *restructuring* con un orizzonte temporale di medio-lungo termine.

---

da una quantità elevata di crediti deteriorati. Per loro oggi è difficile sostenere la crescita fornendo un credito adeguato all'economia: se nel periodo prima della crisi, il credito delle banche al settore privato non finanziario cresceva a due cifre, nel 2016 il credito delle banche alle imprese non finanziarie è rimasto piatto. Diventa difficile però immaginare una accelerazione della crescita non sostenuta da un'espansione del credito. [...] Le banche faranno fatica ad accompagnare l'espansione dell'economia italiana" continua Tabellini. "Bisogna quindi trovare altre forme di finanziamento degli investimenti. L'Italia fa ancora troppo affidamento all'intermediazione bancaria [...]"

Cfr. <http://assogestioni.it/index.cfm/1,147,11842,49,html/nuove-politiche-per-una-crescita-strutturale>

<sup>241</sup> "La Banca d'Italia conduce la vigilanza sulle seguenti categorie di intermediari: Banche e gruppi bancari, SIM e gruppi di SIM, SGR, SICAV e SICAF, Istituti di moneta elettronica – IMEL, Istituti di pagamento, Conglomerati finanziari, Intermediari finanziari, Altri soggetti (Operatori del microcredito, Confidi minori e Operatori professionali in oro)". La prima categoria è chiaramente quella degli intermediari bancari, le restanti sono, quindi, quelle relative agli intermediari non bancari, tra cui le SICAF (<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>).

<sup>242</sup> *Ex* art. 10 "Attività bancaria", TUB.

Ebbene, in tale contesto, potrebbe risultare difficoltoso ed inefficiente erogare anche il servizio di risanamento dell'impresa debitrice da parte della medesima banca creditrice, laddove quest'ultima, valutando le eventuali risorse da investire, potrebbe essere incline ad indirizzare il proprio *effort* verso l'istanza di procedura fallimentare potenzialmente di maggior successo, piuttosto che offrire ausilio all'impresa debitrice, divenendone socio e gestendone la ristrutturazione del debito.

In tal modo, infatti, la banca sarà tenuta, dal punto di vista strategico e operativo, a gestire l'operazione di *Turnaround*, adempiendo ad una *mission* differente dalla semplice riscossione del credito.

Inoltre, predisporre ed eseguire un piano di risanamento richiede grande esperienza e *focus* strategico-operativo sulle specifiche controparti, a scapito dell'efficiente svolgimento esclusivo dell'attività bancaria per eccellenza, come testé definita.

Ebbene, il presente lavoro vuole anche offrire uno spunto di innovazione al mercato finanziario locale: in considerazione anche della fama dei cittadini del nostro Paese quali “grandi risparmiatori” a livello globale<sup>243</sup>, si è reputato doveroso focalizzare l'attenzione sulla materia della gestione collettiva del risparmio e sulla possibilità per codesti risparmiatori di godere di nuove aree di rendimento a lungo termine, a beneficio diretto dell'economia tangibile e reale italiana composta perlopiù da Piccole e Medie Imprese (PMI).

D'altronde “la recente crisi economica ha fatto emergere, con tutta evidenza, i limiti di questo sistema, nel quale le PMI, già poco competitive anche nel panorama internazionale, sono state oltremodo penalizzate dalla contrazione dei livelli di credito erogato dalle banche e dalla conseguente ulteriore diminuzione delle risorse

---

<sup>243</sup> Sul tema, cfr. Etica SGR che, sul proprio sito, afferma quanto segue a proposito dei risparmi dei cittadini italiani: “risparmio degli Italiani: lo sapevate? È tra i più elevati al mondo. Siamo un popolo di formiche e le famiglie sono ben patrimonializzate (in media). Il punto debole del Belpaese è piuttosto l'enorme debito pubblico. Gli Italiani non amano i debiti, le differenze con gli altri paesi sono impressionanti. Le passività finanziarie di una famiglia italiana è sotto il 90% del reddito disponibile. Molto meno della media dell'Eurozona e ancor meno degli spendaccioni anglosassoni, con le famiglie USA e UK al di sopra del 100%” (<https://www.eticasgr.it/blog/risparmio-degli-italiani/>).

economiche per i propri piani di sviluppo e, addirittura, anche per le esigenze di breve termine”<sup>244</sup>.

Tale alternativa di gestione dei crediti deteriorati e di risanamento dei relativi debitori si può concretizzare, come rilevato nella presente trattazione, attraverso la costituzione di una SICAF<sup>245</sup> in regime di eterogestione<sup>246</sup> riservata agli investitori istituzionali che, raccolti risparmi tali da poter “assorbire” nei propri bilanci la mole dei crediti deteriorati, hanno le capacità finanziarie tali da poter sostenere una *duration* di lungo termine, con la possibilità, inoltre, di essere coinvolti nelle scelte di ristrutturazione dallo stesso *Turnaround team* del gestore.

Essendo la crisi fonte non solo di rischi ma anche di opportunità<sup>247</sup>, il mercato finanziario è in atto di coglierla attraverso nuovi ambiti operativi interessanti e differenti dai consueti schemi finanziari tradizionali del nostro Paese: è giusto scoprire nuove esigenze o creare nuovi sbocchi di impiego del capitale, a vantaggio diretto, in

---

<sup>244</sup> Cfr. “*Caratteri ed obiettivi dei recenti interventi regolatori sulle PMI: i mini bond tra disciplina civilistica e regole di mercato*”, R. Catarozzolo, Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 3 / 2015 – Supplemento. ([http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2015\\_03\\_RTDE\\_supplemento.pdf](http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2015_03_RTDE_supplemento.pdf))

<sup>245</sup> “La Sicaf, tuttavia, non si concretizza solamente come tipizzazione di strutture già esistenti, bensì anche, e soprattutto, come nuovo veicolo di investimento che, ampliando e completando la gamma degli strumenti attraverso cui svolgere l’attività di gestione collettiva del risparmio, consente di dare adeguata risposta alle specifiche esigenze di talune tipologie di investitori che non trovavano adeguata rappresentazione negli strumenti preesistenti. È opportuno ricordare, infatti, che ciò che connota le strutture societarie rispetto a quelle contrattuali, è il ruolo che il socio investitore ha nella gestione dell’Oicr, potendo, attraverso l’esercizio del diritto di voto, incidere sulle strategie di investimento”. Cfr. (<http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf>)

<sup>246</sup> Ricordiamo che “L’articolo 38 del TUF, rubricato “Sicav e Sicaf che designano un gestore esterno”, poi, consente alla Sicaf di operare anche in un regime di delega che appare di natura differente rispetto a quello prima analizzato: è questo il caso in cui la designazione del gestore esterno sia operata al momento della costituzione della Sicaf stessa. In tale ipotesi, infatti, sembrerebbe che il legislatore consenta alla Sicaf di farsi “mera promotrice” dell’attività gestoria, designando un soggetto esterno per lo svolgimento effettivo dell’attività di gestione”. Cfr. <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf>

<sup>247</sup> Si cita chiaramente quanto asserito da Albert Einstein: “chi supera la crisi supera sé stesso senza essere superato. Chi attribuisce alla crisi i suoi fallimenti e disagi, inibisce il proprio talento e dà più valore ai problemi che alle soluzioni. La vera crisi è l’incompetenza. Il più grande inconveniente delle persone e delle nazioni è la pigrizia nel cercare soluzioni e vie di uscita ai propri problemi [...]”.

questo caso, dell'intera economia reale in grado, così da smaltire il fardello del deterioramento delle esposizioni creditizie in maniera più efficiente e rapida.

L'opportunità che nel presente lavoro si vuole offrire giace nei punti chiave delle alternative di gestione collettiva del risparmio presentate, nel corso dell'analisi, sul piano economico, nel rispetto dei principi fondamentali declinati all'interno della normativa in materia – presentata dal legislatore in maniera chiara e completa, ma flessibile alla dinamicità del mercato – e sull'onda del nuovo *business* in tema di risanamento d'azienda.

Ad avviso di chi scrive, il FIA di *Turnaround*, per la propria caratteristica struttura, *mission* e *vision*, è in grado di gestire quale attività *core* con successo, tempestività ed efficienza, l'acquisto di *NPLs* con lo scopo di costruirvi un piano di risanamento, nel rispetto dei presidi di vigilanza di sana e prudente gestione e trasparenza a tutela dell'investitore.

Difatti, potendo “le operazioni di *Turnaround* [...] porsi a monte o a valle di situazioni di crisi conclamata, intervenendo laddove vi siano condizioni di calo dei profitti o perdite dovute ad indebolimenti della competitività”, il FIA di *Turnaround* può fare della peculiare offerta all'impresa *target* di “capitali di rischio “pazienti”<sup>248</sup> – al fine di “riavviare il ciclo di finanziamento degli investimenti necessari per la ripresa”<sup>249</sup> della stessa – la propria ‘*success key*’ sia nel mercato di appartenenza (il *Private Equity*) sia in quello specifico dei crediti in sofferenza, di recente formazione.

---

<sup>248</sup> Esattamente l'attributo esplicativo della peculiarità degli intermediari finanziari non bancari in termini sia di possibilità di attesa in sede di osservanza dei requisiti patrimoniali sia di capacità finanziaria di supportare il risanamento d'impresa nel medio-lungo periodo, dal punto di vista strategico e finanziario.

<sup>249</sup> Si fa riferimento a quanto affermato da CARDI, M. (2012).

Cfr. [http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2012\\_02\\_RTDE\\_supplemento\\_2.pdf](http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2012_02_RTDE_supplemento_2.pdf)



## Bibliografia & Sitografia

- ABI e CERVED, “*Outlook ABI-CERVED sulle sofferenze delle imprese – 2017 stima e previsione dei tassi di ingresso in sofferenza delle società non finanziarie per fascia dimensionale*”, ABI, 2017 (<https://www.abi.it/Pagine/default.aspx>)
- AMBROSINI, S., “*Il diritto della crisi d’impresa nella legge n. 132 del 2015 e nelle prospettive di riforma*”, Crisi d’Impresa e Fallimento, 2015
- AIFI, “*Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*”, AIFI, 2017
- AIFI, IBAN e PRICEWATERHOUSECOOPERS, “*Guida al Business Plan*”, AIFI, 2002
- ALVARO, S., e SICILIANO, G., “*Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria - dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*”, Quaderni giuridici, CONSOB, 2016
- ANNUNZIATA, F., “*Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr): fattispecie e forme*”, Egea, 2017
- ANNUNZIATA, F., “*La disciplina del mercato mobiliare*”, G. Giappichelli, 2017
- ASSOGESTIONI, “*Alcune brevi considerazioni sulla disciplina delle società di investimento a capitale fisso (SICAF)*”, Assogestioni, 2014
- ASSOGESTIONI, “*Guida italiana al risparmio gestito*”, Factbook, 2012
- ASSOGESTIONI, “*Linee guida in materia di incentivi*”, Autoregolamentazione, 2015
- ASSOGESTIONI, “*Task force Assogestioni per l’attuazione in Italia della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, c.d. direttiva AIFM*”, Assogestioni, 2013
- ASSOGESTIONI, “*UCITS V, verso il pieno recepimento della direttiva - 19 giugno 2017*”, Assogestioni, 2017
- ASTOLFI, F. e CONTE, M.C., “*I canali di finanziamento alternativi per le imprese italiane: i fondi di investimento alternativi*”, Diritto Bancario Approfondimenti, 2017
- BANCA D’ITALIA, “*Comunicazione del 25 marzo 2015. Recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD). Modifiche alla disciplina in materia di risparmio gestito. Adempimenti per le SGR che intendono essere iscritte all’albo della SGR come gestori di FIA*”, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie, Sezione II, 2015 (<http://www.bancaditalia.it/>)
- BANCA D’ITALIA e CONSOB, “*Analisi di impatto della regolamentazione di competenza della Banca d’Italia e della CONSOB, Parte Terza*”, 2014 (<http://www.consob.it/>)
- BANCA D’ITALIA e CONSOB, “*Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Razionalizzazione degli obblighi informativi delle SGR e degli Organismi di investimento collettivo del risparmio e ulteriori interventi di adeguamento*”, Documento per la consultazione Banca d’Italia, 2017 (<http://www.bancaditalia.it/>)

- BARBAGALLO, C., *“I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti”*, Primo Congresso Nazionale FIRST CISL, Banca d’Italia, 2017 (<http://www.bancaditalia.it/>)
- BARBER, F. e GOOLD, M., *“The strategic secret of Private Equity”*, Harvard Business Review, 2007
- BASILE, P., *“La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano”*, Rivista di diritto bancario –dottrina e giurisprudenza commentata, Estratto dal n. 1/2017
- BASSO, R., *“Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”*, Banca d’Italia, 2017, (<http://www.bancaditalia.it/>)
- BCE, *“Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”*, BCE – Vigilanza Bancaria, 2017 (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>)
- BERK, J. e DEMARZO, P., *“Finanza Aziendale”*, Pearson, 2015
- BESSONI, M., *“Fondi comuni di investimento e gestione collettiva del risparmio. La posizione istituzionale e il regime normativo delle SGR”*, Riv. Di Diritto Bancario, 2002
- BIASIN, M. e SCIUTO, M., *“Il fondo di credito diretto, (direct lending fund)”*, estratto da *“Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio”*, R. D’Apice, Il Mulino, 2016
- BONANTE, G e GALLICCHIO, M., *“MIFID 2 e MIFIR, recenti sviluppi”*, Diritto Bancario Approfondimenti, 2014
- BORSA ITALIANA, ABI e ASSOSIM, *“Guida al Piano Industriale”*, Borsa Italiana, 2003
- CAMERA DEI DEPUTATI, *“Separazione tra le banche commerciali e le banche d'affari”*, Dossier n° 542 - A.C. 1742 - A.C. 2240 - A.C. 488 - A.C. 762 - A.C. 1605 - A.C. 2000 - A.C. 2712 - A.C. 3647 - A.C. 2597 - A.C. 2601 - A.C. 3871 - A.C. 4255 7 marzo 2017, Documentazione per l’esame di Progetto di Legge
- CAMPOBASSO, G., *“Manuale di Diritto Commerciale”*, Utet Giuridica, 2017
- CAPRIGLIONE, F., *“Manuale di Diritto Bancario e Finanziario”*, Cedam, 2015
- CAPRIGLIONE, F., *“Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile”*, G. Giappichelli, 2010
- CAPRIGLIONE, F. e TROISI, A., *“L’ordinamento finanziario dell’UE dopo la crisi - La difficile conquista di una dimensione europea”*, Utet Giuridica, 2014
- CARDASCIA, D.G., *“Crisi d’impresa e interventi di Turnaround”*, Amministrazione & Finanza in San Paolo Imprese - Dossier Online, 2005
- CARDI, M., *“Capitale di rischio e Private Equity: contesto economico e strumentazione giuridica - Parte Prima - Il Private Equity nel contesto economico italiano e internazionale”*, Riv. trimestrale di diritto dell’economia, 2 / 2012 - Supplemento n.2

CAROSIO, D., “*Il settore del risparmio gestito: interventi di policy per il dopo crisi - fondi comuni e crisi di mercato*”, Assemblea Nazionale Assogestioni, 2009

CAROTENUTO, G., “*Misure attuative della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (“AIFMD”)*”, Il Sole 24 Ore – Diritto24, 2012

CASSESE S., “*La nuova architettura finanziaria europea*”, *Giorn. dir. amm.*, 2014

CATAROZZOLO, R., “*Caratteri ed obiettivi dei recenti interventi regolatori sulle PMI: i mini bond tra disciplina civilistica e regole di mercato*”, *Riv. trimestrale di diritto dell’economia*, 3 / 2015 - Supplemento

CATENACCI, M., “*Principali modifiche al Regolamento Banca d’Italia in materia di gestione collettiva del risparmio*”, *Diritto Bancario Approfondimenti*, 2017

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, “*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*”, 2010 ([https://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf))

CONCA, V., “*Crediti deteriorati: nascita di un mercato?*”, Egea, 2016

CONSOB, “*Delibera 27 aprile 2017. Modifiche al Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modificazioni*” (Delibera n. 19974), 2017 (<http://www.consob.it/>)

CONSOB, “*Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati delibera CONSOB n. 17297 del 28 aprile 2010, aggiornata con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 e con delibera n. 20197 del 22 novembre 2017*”, 2017 (<http://www.consob.it/>)

CONSOB, “*Modifiche al Regolamento di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera del 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modificazioni - delibera n. 19974 del 27/04/2017*”, 2017 (<http://www.consob.it/>)

CONSOB, “*Relazione sull’attività di analisi di impatto della regolamentazione – attuazione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*”, 2014 (<http://www.consob.it/>)

CORTE DI CASSAZIONE, “*Sentenza n. 16605/2010*”, Pubbl. 2010 (<http://www.dircomm.it/2010/n.1/07.html>)

CSSF, “*Frequently asked questions, (version 11, 6 July 2017), concerning the Luxembourg law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers, as well as the commission delegated regulation (EU) no 231/2013 of 19 December 2012 supplementing directive 2011/61/EU of the European parliament and of the council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage transparency and supervision*”, 2017 (<http://www.cssf.lu/>)

DE LA ROSIERE, J. et al., “*The high-level group of financial supervision in the EU*”, 2009 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf))

EBA, “*EBA report on the dynamics and drivers of nonperforming exposures in the EU banking sector*”, 2016 (<http://www.eba.europa.eu/>)

ENVENT, “*Ristrutturazione del debito e turnaround - Outlook sull’Italia*”, EnVent Research & Analysis, 2017

ESMA, “*Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS directive and AIFMD*” (n. 2016/411), 2016 (<https://www.esma.europa.eu/>)

ESMA, “*Opinion. Key principles for a European framework on loan origination by funds ESMA/2016/596, 3*”, 2016 (<https://www.esma.europa.eu/>)

ESMA, “*Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA. Orientamenti, ESMA/2013/611*”, 2013 (<https://www.esma.europa.eu/>)

ESMA, “*Questions and answers. Application of the AIFMD. ESMA34-32-352*”, 2017 (<https://www.esma.europa.eu/>)

EUROPEAN COMMISSION, “*Commission staff working document impact assessment. Accompanying the document ‘Commission delegated regulation supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision*”, 2012 (<https://ec.europa.eu/>)

FERRARI, A. et al., “*Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*”, G. Giappichelli, 2017

FERRI JR, G., “*Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*”, Riv. Orizzonti del diritto commerciale, 2015

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*”, Diritto Bancario Approfondimenti, 2016

GENTILUCCI, E., “*Dalla crisi del debito privato alla crisi del debito pubblico*”, Annual Conference, 2017 (<http://conference.storep.org/index.php?conference=storep-annual-conference&schedConf=2017&page=paper&op=viewFile&path%5B%5D=216&path%5B%5D=173>)

GHIELMI, C., “*La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*”, Diritto Bancario Approfondimenti, 2012

GUATRI, L., “*Crisi e risanamento delle imprese*”, Giuffrè, 1986

GUFFANTI, E. e SANNA, P., “*I fondi di credito*”, Opinioni – Diritto dei mercati finanziari, Le Società 7/2016

KPMG, “*AIFMD, reshaping for the future*”, kpmg.lu, Sixth Edition, November 2016 (<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/AIFMD-Reshaping-for-the-future-sixth-edition.pdf>)

IPSOA, “*Ristrutturazione delle imprese in crisi*”, IPSOA Quotidiano, Wolters Kluwer, 2015

- LAMFALUSSY, A. *et al.*, “*Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets - Brussels, 15 February 2001 – The Committee of Wise Men, Chairman: Alexandre Lamfalussy, Cornelius Herkströter, Luis Angel Rojo, Bengt Ryden, Luigi Spaventa, Norbert Walter, Nigel Wicks, Rapporteur: David Wright, Secretariat: Pierre Delsaux*”, 2001 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf))
- LHABITANT, F., “*Handbook of hedge funds*”, John Wiley & Sons Ltd, 2015
- LIBERTINI, M., “*Accordi di risanamento e ristrutturazione dei debiti e revocatoria*”, estratto da “*Autonomia negoziale e crisi d’impresa*”, F. Di Marzio e F. Macario, G. Giappichelli, 2010
- LOSSANI, M. *et al.*, “*Osservatorio Monetario 2/2015*”, Università Cattolica del Sacro Cuore – Laboratorio di Analisi Monetaria, 2015 ([http://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM\\_26giu.pdf](http://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM_26giu.pdf))
- MAGLIARI, A. “*I procedimenti amministrativi di vigilanza bancaria nel quadro del Single Supervisory Mechanism. Il caso dell’applicazione dei diritti nazionali da parte della BCE*”, Riv. del diritto bancario – dottrina e giurisprudenza commentata, Estratto del n. 11/2015
- MARANO, G., “*Atto di modifica del Regolamento Congiunto della Banca d’Italia e della CONSOB, ai sensi dell’articolo 6, comma 2-bis, del Testo Unico della Finanza*”, Banca d’Italia, 2017 (<http://www.bancaditalia.it/>)
- MAZZOLA, P., “*Il Piano Industriale*”, Egea, 2013
- MAZZOLENI, A. e GIACOSA E., “*Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi: la recente esperienza italiana*”, Paper n. 116, Università degli Studi di Brescia, 2011 (<https://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper116.pdf>)
- MINERVINI, G., “*Il controllo del mercato finanziario. L’alluvione delle leggi*”, giur. Comm., 1992
- MORLEY, J., “*The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*”, The Yale Law Journal, 2014
- ONADO, M., “*La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto De Larosière: siamo sulla strada giusta?*”, Università Bocconi, Milano, Bancaria Special Issue – Wolpenter Conference, 2010
- PALAZZI, P., “*La finanza e l’economia reale. Un rapporto perverso?*”, Università “La Sapienza” Roma, Volontari e terzo mondo, n. 1-2, 2010
- PANETTA, F., “*L’innovazione digitale nell’industria finanziaria italiana*”, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, 2017 (<http://www.bancaditalia.it/>)
- PELLEGRINI, M., “*Le controversie in materia bancaria e finanziaria*”, Cedam, 2007
- PORTER, M., “*How competitive forces shape strategy*”, Harvard business Review, 1979.
- PRIVATE EQUITY MONITOR (PEM), “*Private Equity Monitor 2017*”, Osservatorio Private Equity Monitor presso Università Carlo Cattaneo – LIUC, 2017



[http://www.privateequitymonitor.it/attach/pem\\_2017.pdf](http://www.privateequitymonitor.it/attach/pem_2017.pdf))

ROBBINS, D.K. e PEARCE, J.A., “*Turnaround: retrenchment and recovery*”, John Wiley & Sons, 1992

ROTA, A., “*Risparmio e ricchezza delle famiglie italiane*”, Factbook 2013, Assogestioni, 2013

SARTORI, F., “*Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (non performing loans)”: linee dell’evoluzione normativa*”, estratto dal n. 2/2018, *Rivista di Diritto Bancario – diritto e giurisprudenza commentata*, 2018

SCIPIONE, A., “*Un istituto poco conosciuto: il Trust*”, *Diritto & Diritti*, 2017

SHAUGHNESSY, R.M. e HARRIGAN, K.R., “*A guide to choosing genuine opportunities for turnarounds*”, *Strategy & Leadership*, 2009

SINISCALCO, D., “*Il risparmio e la sua gestione: situazione e sfide del mercato italiano*”, Assogestioni, 2011

SIRLEO, G., “*La crisi d’impresa e i piani di ristrutturazione - Profili economico–aziendali*”, Aracne, 2009

STEFANIN, G. e MATTIOLI, T., “*Alcune riflessioni sull’applicabilità del bail-in alle attività dei fondi comuni di investimento*”, *Diritto Bancario Approfondimenti*, 2017

STEFANIN, G. e ZANIN, M., “*La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi: le discipline dei conflitti di interesse e degli obblighi di trasparenza*”, *Diritto Bancario Approfondimento*, 2013

STIGLITZ, J.E., “*Bancarotta. L’economia globale in caduta libera*”, Einaudi, 2014

TARDIVO, G. et al., “*Rethinking target’s Private Equity process in turnaround situations*”, *Journal of Investment and Management*, 2014

TERENZI, S., “*Il processo di attuazione della AIFMD in Italia. Novità importanti sul fronte dei finanziamenti da parte degli OICR*”, *Diritto Bancario Approfondimenti*, 2014

TRIBUNALE DI MILANO, “*Sentenza n. 7232/2016 (R.G. 19175/2012)*”, Sezione specializzata in materia di impresa B, 2016

TROIANO, V. e MOTRONI, R., “*La MIFID II. Rapporti con la clientela - Regole di governance – Mercati*”, Cedam, 2016

VENEZIANO, D., “*I compiti del depositario e il “nuovo” regime di responsabilità*”, estratto da “*Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*”, R. D’Apice, Il Mulino, 2016

VISCO, I., “*Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide – Lectio Magistralis del Governatore della Banca d’Italia*”, Cerimonia inaugurale delle celebrazioni per il Trentennale della Facoltà di Economia - Università degli studi di Roma “Tor Vergata”, Banca d’Italia, 2018 (<http://www.bancaditalia.it/>)

VISCO, I., “*Considerazioni finali del Governatore – Relazione Annuale*”, Banca d’Italia, 2017 (<http://www.bancaditalia.it/>)

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/fondo-atlante.html>

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/fondo-salva-stati.html>

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/npe-ratio.html>

<http://assogestioni.it/index.cfm/1,147,11842,49,html/nuove-politiche-per-una-crescita-strutturale>

<http://enventcapitalmarkets.co.uk/about-us/overview/>

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008E053:EN:HTML>

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-92-1058\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-92-1058_it.htm)

[http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/AIR.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/AIR.html)

[http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/ATN.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/ATN.html)

[http://presidenza.governo.it/DAGL/uff\\_studi/VIR.html](http://presidenza.governo.it/DAGL/uff_studi/VIR.html)

<http://www.anasf.it/mifid-ii-la-direttiva>

[http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs\\_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html](http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html)

<http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,764,0,49,html/fondi-riservati>

<http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,10593/considerazionisicaf.pdf>

<http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/compiti-vigilanza/>

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/125-italian/r/21918-rapporto-lamfalussy>

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/96-italian/d/19739-direttive-comunitarie-in-materia-di-intermediazione-finanziaria>

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Capitale%20Circolante%20Netto>

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Private%20Equity>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leverage.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>

[http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset\\_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/recepimento-direttiva-ucits-v-modifica-dei-regolamenti/10194](http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/recepimento-direttiva-ucits-v-modifica-dei-regolamenti/10194)

<http://www.consob.it/web/investor-education/i-documenti-da-leggere-prima-dell-investimento>

<http://www.consob.it/web/investor-education/il-quadro-regolamentare-europeo>

<http://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra>

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-sui-mercati>

<http://www.consob.it/web/investor-education/profilatura-e-valutazione-di-adeguatezza>

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2016-07-11/la-conversione-dl-592016-aggiusta-tiro-pegno-possessorio-e-procedure-esecutive-121940.php>

<http://www.dirittobancario.it/news/gestione-collettiva-del-risparmio/euvec-a-ed-eusef-modifiche-alla-regolamentazione-europea-il-potenziare-il-mercato-interno>

[http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/documento\\_per\\_la\\_consultazione\\_consob\\_e\\_banca\\_ditalia\\_giugno\\_2017.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/documento_per_la_consultazione_consob_e_banca_ditalia_giugno_2017.pdf)

[http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/legge\\_23\\_marzo\\_1983\\_n.\\_77.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/legge_23_marzo_1983_n._77.pdf)

[http://www.gazzettaufficiale.it/do/atto/serie\\_generale/caricaPdf?cdimg=16A0914900100010110001&dgu=2017-01-04&art.dataPubblicazioneGazzetta=2017-01-04&art.codiceRedazionale=16A09149&art.num=1&art.tiposerie=SG](http://www.gazzettaufficiale.it/do/atto/serie_generale/caricaPdf?cdimg=16A0914900100010110001&dgu=2017-01-04&art.dataPubblicazioneGazzetta=2017-01-04&art.codiceRedazionale=16A09149&art.num=1&art.tiposerie=SG)

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/05/20/16G00086/sg%20>

[http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air\\_Fondi\\_investimento.pdf](http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air_Fondi_investimento.pdf)

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-12-07/gacs-064204.shtml?uuiid=AEbvFcOD>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-05-11/l-inarrestabile-sfida-fintech-mondo-bancario-tradizionale-212431.shtml?uuiid=AEztsKmE>

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuiid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

<http://www.kwm.com/it/it/knowledge/insights/fondi-comuni-di-investimento-e-accordi-di-ristrutturazione-ai-sensi-dell-articolo-182-20160127>

<http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1992-01-25;84!vig=>

<http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2012-04-16;47!vig=>



<http://www.sdabocconi.it/it/sito/private-equity-finanza-crescita>  
[http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/business-bancario-modelli-di_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)  
[http://www.treccani.it/enciclopedia/sharing\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/sharing_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)  
[http://www.treccani.it/enciclopedia/sic\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/sic_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)  
<http://www.treccani.it/vocabolario/ricerca/ETERO/>  
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/AIFMD-Reshaping-for-the-future-sixth-edition.pdf>  
<https://developer.apple.com/apple-pay/>  
<https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/proportionality.html?locale=it>  
<https://www.aifi.it/private-debt/>  
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>  
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/#3>  
[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2007/tarantola\\_15\\_11\\_07.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2007/tarantola_15_11_07.pdf)  
<https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/banca/index.html>  
<https://www.cdp.it/progetti/tutti-i-progetti/quattor-oltre-700-milioni-di-euro-per-supportare-le-aziende-italiane.kl>  
<https://www.centralbanking.com/central-banking-journal/opinion/2481794/why-the-eu-needs-an-asset-management-company>  
<https://www.diritto.it/riforma-fallimentare-concordato-preventivo/>  
<https://www.eticasgr.it/blog/risparmio-degli-italiani/>  
<https://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/>  
<https://www.investeurope.eu/research/about-research/european-data-cooperative/>  
<https://www.investopedia.com/terms/b/buyout.asp>  
<https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>  
<https://www.investopedia.com/terms/w/waterfallpayment.asp>  
<https://www.istat.it/it/archivio/risparmio>

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-private-equity-owners-lean-into-turnarounds>

<https://www.performancemanagementreview.org/d-qual-e-il-significato-di-disruptive-innovation/>

## Riassunto

La bolla immobiliare speculativa scoppiata tra gli anni 2007 e 2008 investendo l'economia mondiale si è posta alla genesi di diversi fenomeni economico-finanziari fino a quel momento poco diffusi nel mercato e con poche possibilità di estendersi. Un mercato, come quello odierno, di pacchetti creditizi caratterizzati da lunghe *duration* è frutto di un'elevata (e, alla luce di quanto è successo, eccessiva) offerta di credito da parte degli istituti finanziari a fronte di un'apparente crescita economica.

L'incremento di domanda di credito, dall'altra parte, ha contribuito sia alla crescita esponenziale della percentuale di *leverage* finanziario per famiglie e imprese (sempre più indebitate<sup>250</sup>) sia allo spasmodico sviluppo di prodotti finanziari di crescente complessità e con il fine speculativo (e non propriamente di *hedging* di posizioni finanziarie esistenti)<sup>251</sup>.

La conseguenza di tale crisi si è riflessa nel ben noto fenomeno del *credit crunch*, letteralmente “stretta creditizia” che, nel caso di specie, si è definito come funzione della sfiducia nel sistema interbancario e nel debitore a cui veniva concesso il credito, con la conseguente difficoltà nel concederne altro all'economia reale.

---

<sup>250</sup> GENTILUCCI, E. (2017) identifica la fase prodromica della crisi finanziaria utilizzando le seguenti parole: “[...] innanzitutto il fatto che nel decennio precedente la crisi, i redditi da lavoro erano fortemente diminuiti rispetto ai redditi da capitale, innescando così la necessità di ricorrere all'indebitamento (anche eccessivo) per poter mantenere il livello di consumo e di attività. In secondo luogo vi era la politica governativa volta a favorire l'accesso alla proprietà privata immobiliare da parte anche degli strati più modesti della popolazione. E infine vi erano gli effetti dell'incremento dei prezzi delle materie prime che implicavano una caduta del potere d'acquisto delle famiglie, che di conseguenza si ritrovavano nell'impossibilità di rimborsare i prestiti. In quel momento i mercati si erano resi conto dei rischi presi nel corso degli anni, con la creazione della “bolla immobiliare”.

<sup>251</sup> Si è sostanziata, cioè, in “capitali che si muovono “virtualmente” attraverso le reti informatiche con ritmi frenetici alla disperata e incessante ricerca di vincite speculative”, come affermato da PALAZZI, P. (2010).

Tale stretta creditizia è detta in tale contesto “del primo tipo”: infatti “le banche stesse hanno irrigidito gli standard di prestito perché erano preoccupate del loro capitale, che veniva eroso dalle minusvalenze dovute alla crisi dei mutui”<sup>252</sup>.

Sul piano prettamente normativo, tale crisi ha fortemente impattato sulla “*governance*” di vigilanza europea<sup>253</sup>, premendo su una maggiore collaborazione tra Autorità Sovrannazionali e Nazionali, sull’accelerazione dell’Unione Bancaria Europea, sull’aggiornamento del quadro regolamentare europeo a sostegno dei nuovi intermediari finanziari e degli investitori che hanno manifestato un maggior interesse verso prodotti sempre più personalizzati e che richiedono maggior tutela.

Nel nostro Paese, l’accentramento della vigilanza in capo alla BCE ha generato un forte impatto anche dal punto di vista del processo decisionale in merito ai Piani di Azione da porre in essere nei confronti delle banche in difficoltà finanziaria e quelle in dissesto. A titolo esemplificativo, si cita quanto asserito dal Governatore della Banca d’Italia, Ignazio Visco a proposito delle c.d. “Quattro Banche”, dal momento che egli, in tale discorso, condensa tutti i cambiamenti che sono intervenuti nel sistema bancario attuale. Egli afferma, in occasione di una *lectio magistralis* tenuta a Tor Vergata nell’anno in corso, che “nel novembre del 2015 (pochi giorni dopo il recepimento della BRRD in Italia, ma prima dell’entrata in vigore del *bail-in*) sono state sottoposte a risoluzione quattro banche locali, che detenevano nel complesso l’uno per cento dei depositi del sistema bancario, applicando il *burden sharing* e con il supporto del Fondo di risoluzione nazionale. Al termine di una lunga e complessa interlocuzione che ha coinvolto la Commissione europea (in particolare la Direzione generale per la

---

<sup>252</sup>

Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

<sup>253</sup> Il contributo maggiore è contenuto nel “*FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS - Brussels, 15 February 2001 - THE COMMITTEE OF WISE MEN, Chairman: Alexandre LAMFALUSSY, Cornelius HERKSTRÖTER, Luis Angel ROJO, Bengt RYDEN, Luigi SPAVENTA, Norbert WALTER, Nigel WICKS, Rapporteur: David WRIGHT, Secretariat: Pierre DELSAUX, 2009*” e “*THE HIGH-LEVEL GROUP OF FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU – report, J. DE LA ROSIÈRE – L. Balcerowicz, O. Issing, R. Maserà, C. Mc Carthy, L. Nyberg, J. Pérez, O. Ruding, 2009*”, da cui sono stati prodotti tutti i contributi normativi dalle Autorità competenti locali.

concorrenza), la Banca centrale europea (BCE), organo decisionale dell'SSM (il cui organismo principale è il Consiglio di Vigilanza, *Supervisory Board*), l'SRM (in particolare il *Single Resolution Board*, SRB) e il MEF, le quattro banche sono state vendute (a un prezzo negativo e liberate delle sofferenze) a due banche medio-grandi, cosiddette “significative” nell’ambito della vigilanza unica”.

Il legislatore ha dovuto porre un’attenzione sempre maggiore nei confronti di questi nuovi fenomeni finanziari, dal momento che, oggi più che mai, la tutela dell’investitore è al centro di ogni prodotto finanziario (bene o servizio che sia) offerto dagli intermediari finanziari e, di conseguenza, di ogni normativa atta a regolamentarli.

La peculiarità di tale crisi giace nell’essersi sviluppata, dapprima, in una realtà prettamente finanziaria, per poi sfociare, interamente e con forti impatti negativi, sull’economia reale.

Afferma, a tal proposito, PALAZZI, P. (2010) quanto segue: “il problema chiave è che, se è vero che la speculazione finanziaria è un gioco a somma zero per i contendenti, è però altrettanto vero che investe, quasi sempre con effetti negativi, il sistema economico mondiale nel suo complesso. La ragione sta nel fatto che oggetto di speculazione sono titoli di credito, azioni e merci che alle loro spalle hanno reali processi produttivi, pubblici nel caso di titoli di debito pubblico e privati nel caso di merci, azioni e obbligazioni private”.

In questo periodo di ripresa tutti coloro che si interfacciano con il mercato economico-finanziario si dedicano con maggiore attenzione al monitoraggio del rispetto da parte delle Autorità di Vigilanza dei propri ‘Obiettivi di Vigilanza’, quali “*la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*”, “*la tutela degli investitori*”, “*la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario*”, “*la competitività del sistema finanziario*” ed infine “*l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*”<sup>254</sup>.

---

<sup>254</sup> Difatti, l’art. 5 del TUF, rubricato “Finalità e destinatari della vigilanza”, recita quanto segue: “1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) *la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*; b) *la tutela degli investitori*; c) *la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario*; d) *la competitività del sistema finanziario*; e) *l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*. 2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d’Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli

È, in tale ambito, spontaneo chiedersi le motivazioni per cui sia stato innescato il circolo vizioso della bolla speculativa, quando in ogni realtà la tutela dell'investitore gode di una particolare importanza in termini di presidi normativi posti a garanzia.

La risposta giace nel fatto che tutti gli intermediari finanziari sono alla ricerca dell'efficienza dei propri prodotti, oggi più che mai (come *supra* detto) “clusterizzati” e differenziati con dettagli finanziari spesso troppo complessi e che, quindi, si possono regolare con difficoltà mediante una disciplina *standard* ed armonizzabile, né sarebbe efficiente, dal punto di vista operativo, porre pressanti vincoli normativi per ogni prodotto ed ogni settore di qualsiasi portata, generando una mole di normative difficilmente applicabili e in alcuni casi anodine.

A fronte di tale rallentamento, il mercato economico-finanziario ha offerto come soluzione alla stretta creditizia dianzi descritta l'operatività di nuovi soggetti nel

---

intermediari. 3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. 4. La Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull'osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondo le competenze definite dai commi 2 e 3. 5. La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza. 5-bis. La Banca d'Italia e la Consob, al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulano un protocollo d'intesa, avente ad oggetto: a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3; b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza. 5-ter. Il protocollo d'intesa di cui al comma 5-bis è reso pubblico dalla Banca d'Italia e dalla Consob con le modalità da esse stabilite”.

mercato, alcuni dei quali sono non finanziari<sup>255</sup>, sfruttando la digitalizzazione sul piano finanziario (c.d. “*shadow banking*”<sup>256</sup>).

Il *focus* della presente indagine rimane sul piano squisitamente degli intermediari finanziari di recente sviluppo nel nostro Paese quali gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), che, nel caso specifico, si occupano di *Private Equity*: delineare gli aspetti ontologici e sul piano giuridico e sul piano economico di un particolare OICR che si occupa di ristrutturazione d’impresa, per cui si richiede

---

<sup>255</sup> “Le cosiddette “*Big Techs*”, come Amazon, Google, Apple, Facebook e Alibaba, rappresentano una “grande minaccia per le banche per i loro vantaggi competitivi”: usano piattaforme, come Amazon, che hanno informazioni in tempo reale su prodotti, vendite e soddisfazioni del cliente, ma anche dati personali, che consentono di valutare il loro rischio di credito, e a questo aggiungono anche una grande liquidità accumulata con attività, vicina in alcuni casi a un trilione. Così il vice direttore generale della Banca d’Italia, Fabio Panetta, in un intervento su Fintech e banche ad Harvard nel quale ha spiegato che, sul fronte dei Cyber Risk, anche Bankitalia si è dotata di una struttura. “La tecnologia - dice - sta buttando giù barriere per entrare nel credito e nel mercato dei servizi finanziari e i player meno efficienti potrebbero non essere in grado di sopravvivere all’aumento della competizione. Mi aspetto che le strutture del mercato finanziario e bancario in 10 anni saranno davvero diverse da quelle attuali e gli operatori non bancari probabilmente giocheranno un ruolo molto più grande”. Panetta ha evidenziato come “le innovazioni tecnologiche siano uno strumento eccezionale per avanzare nel progresso” perché “l’adozione di tecnologie digitali e il maggior uso dell’enorme volume di dati potrebbero consentire a banche e intermediari di ridurre costi e migliorare la qualità dei loro servizi, con ampi vantaggi anche per consumatori, società e intere economie”. Cfr. ([http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs\\_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html](http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2018/05/12/banche-panetta-minacce-da-big-techs_45c780af-1e06-4b70-aa2a-de53c15f011a.html))

<sup>256</sup> La crisi finanziaria del 2007-2008 ha determinato, in primo luogo, una presa di coscienza a livello mondiale dei cambiamenti intervenuti negli anni nella struttura dei sistemi finanziari e, in secondo luogo, un ripensamento sia dell’assetto regolamentare generale del sistema finanziario, sia della stessa politica macroprudenziale. In questo contesto un ruolo importante lo ha svolto il c.d. Sistema bancario ombra (*Shadow Banking System*), ossia quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione. In particolare tale attività è stata svolta mediante la raccolta di fondi in forme diverse da quella delle operazioni di deposito e, quindi, non sottoposte alle restrizioni ed ai limiti imposti dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria (tra cui i requisiti patrimoniali di garanzia richiesti dagli accordi di Basilea). L’espansione di questo sistema è dovuta in larga parte alla decisione, assunta da diverse banche negli anni precedenti alla crisi (anche grazie all’utilizzo di nuove tecnologie informatiche e alla scoperta di nuovi strumenti di matematica finanziaria), di “esternalizzare” alcune attività caratterizzate, oltre che da elevati margini di guadagno, da un forte profilo di rischio da una rilevante trasformazione delle scadenze e della liquidità e da una elevata leva finanziaria (anche tramite l’utilizzo di strumenti derivati). Tali operazioni di ‘esternalizzazione’, ad esempio, furono realizzate tramite l’utilizzo di società veicolo (*Structured investment vehicle* – SIV e *Conduit*) che esibivano all’attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette *Asset backed commercial paper* – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse”. Cfr. (<http://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra>)

l'intervento della particolare operazione di *Private Equity* denominata "*Turnaround*", è l'oggetto puntuale del presente lavoro.

L'opportunità, offerta loro dalla crisi finanziaria, di espandere il proprio *business* nel più ampio mercato della ristrutturazione di imprese in declino è stata immediatamente colta dai soggetti finanziari oggetto di indagine, lungimiranti nel carpire all'interno del mercato dei crediti deteriorati un'alternativa di investimento ai risparmiatori.

La tipologia di OICR che meglio potrebbe adattarsi all'operatività in ambito di acquisizione di crediti in sofferenza e di *restructuring* dei relativi debitori in crisi o in stato di insolvenza è stata individuata nel Fondo di Investimento Alternativo (FIA) di *Turnaround*.

Il compito principale assegnatogli non è limitato al mero e sterile acquisto dei crediti deteriorati che hanno ad oggetto aziende (previa validazione della fattibilità del progetto di risanamento dell'impresa debitrice), ma si richiede un intervento proattivo alla ristrutturazione d'impresa, consentito solo da una posizione influente nel capitale della stessa: il FIA infatti, una volta acquisite le esposizioni in sofferenza, trasforma la natura del credito in titolo rappresentativo di capitale di rischio.

Sostenuti dai numeri di mercato, possiamo affermare che l'operatività di codesti OICR potrebbe, a tendere, svilupparsi a vantaggio dell'economia reale nazionale: infatti, da un'attenta analisi normativa e dei *trend* maggiormente insistenti nel mercato delle SpA italiane, è stata individuata come forma ideale di soggetto OICR operativo nell'ambito del *Turnaround* quella di una SpA chiusa, nonché a capitale fisso (SICAF), riservata ai soli investitori istituzionali in grado finanziariamente di sostenere le perdite che potrebbero ulteriormente affliggere il mercato dei *Non-Performing Loans* (NPLs), in regime di eterogestione, ossia affidante la gestione del patrimonio separato a un gestore esterno, sul cui operato cooperano a presidio ulteriore di Vigilanza e la SICAF medesima e il depositario.

A titolo contributivo, infatti, è stata costruita una quanto più diligente possibile attività di disamina dello stato dell'arte del mercato economico-finanziario e della relativa normativa europea e locale, presentando un'idea di possibile futuro mercato finanziario



non più esclusivamente “*banking-based*”, ma alternativamente diversificato sul piano degli operatori finanziari che potrebbero godere di una maggiore quota di mercato.

Il Capitolo Primo prende avvio con un’analisi della normativa di riferimento in materia di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) in corso di armonizzazione per principi, offrendo il c.d. *level playing field* anche a codesto ambito (si fa riferimento alle Direttive UCITS, alla Direttiva AIFM e ai relativi recepimenti).

Definiti i contorni del quadro normativo del FIA di *Turnaround*, nel Capitolo Secondo si presentano le disposizioni *hard* e *soft* di riferimento a livello europeo e a livello locale in materia di fondi di investimento alternativi: in tale contesto è stata identificata in maniera più puntuale la tipologia di OICR che maggiormente riflette, come dianzi asserito, la dinamicità operativa di un soggetto finanziario che opera nell’ambito della gestione collettiva del risparmio finalizzata alla ristrutturazione di impresa, sulla base dei principi-guida offerti dalla recente normativa in materia di gestori di FIA contenuta nell’*Alternative Investment Fund Manager Directive* (AIFMD).

Le peculiarità economico-finanziarie che si accostano alle disposizioni giuridiche sono descritte all’interno del terzo e ultimo Capitolo: si richiede operativamente una chiara politica di investimento, contenuta nel documento costitutivo del FIA e necessariamente in funzione dell’oggetto di investimento, la cui predeterminazione è stata sviluppata analizzando il *trend* degli operatori finanziari attivi in tale ambito come *benchmark* per il processo di scelta dei settori di mercato oggetto.

Si è constatato che “la recente crisi economica ha fatto emergere, con tutta evidenza, i limiti di questo sistema, nel quale le PMI, già poco competitive anche nel panorama internazionale, sono state oltremodo penalizzate dalla contrazione dei livelli di credito erogato dalle banche e dalla conseguente ulteriore diminuzione delle risorse economiche per i propri piani di sviluppo e, addirittura, anche per le esigenze di breve termine”<sup>257</sup>.

---

<sup>257</sup> Cfr. “*Caratteri ed obiettivi dei recenti interventi regolatori sulle PMI: i mini bond tra disciplina civilistica e regole di mercato*”, R. Catarozzolo, Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 3 / 2015 – Supplemento. ([http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2015\\_03\\_RTDE\\_supplemento.pdf](http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2015_03_RTDE_supplemento.pdf))

Perciò, analizzando anche i mercati in cui gli intermediari finanziari di maggior esperienza e maturità in materia di *Private Equity* e *Turnaround* operano maggiormente e incrociando i dati relativi ai mercati su cui vertono maggiormente i crediti in sofferenza, la scelta dei settori in cui maggiormente investire, sostenendo anche in parte la ripresa economica del nostro Paese, sono quelli del consumo, dell'industria e dell'informatica, specchio esattamente del fatto che l'impatto della crisi finanziario è definibile reale e che è richiesto al nostro Paese uno sviluppo tecnologico al passo con la media europea perché frontiera della *new economy*.

Dal punto di vista meramente operativo, oltre alla descrizione dell'oggetto di investimento, al FIA oggetto di indagine si richiede, al momento della formalizzazione della politica di investimento, di estrinsecare, ulteriormente alla propria scelta settoriale, anche il Piano di Risanamento, in tutte le sue parti, tale da ottenere da parte dell'impresa oggetto di ristrutturazione, il *commitment* di tutto il personale, fondamentale al fine del successo dello stesso.

Il FIA di *Turnaround* analizza, dapprima, i fattori qualitativi, specialmente di mercato, dell'impresa, seguendo con una disamina relativa agli aspetti propriamente quantitativi che alimentano l'*Enterprise Value* (EV) richiesto al fine di porre in essere un confronto tra il valore attuale da due punti di vista. Infatti, ciò che assicura la differenza tra un progetto realizzabile e uno senza sicure prospettive di crescita è valutare il valore dell'impresa attualizzando al momento di inizio del progetto sia nel caso in cui il Piano di Risanamento venisse intrapreso, sia nella circostanza in cui lo stesso non è pianificato perché l'impresa viene posta in fallimento.

È chiaro che anche lo stesso Piano di Risanamento può essere soggetto ad insuccesso, ma ciò che il FIA di *Turnaround*, rappresentato nell'impresa da ristrutturare dal proprio *Turnaround team*, desidera perseguire è salvaguardare la creazione di valore che l'impresa può ancora assicurare all'economia e finanziaria e reale, mediante la ricostituzione dell'equilibrio economico-patrimoniale della stessa.

Partecipando nel capitale sociale dell'impresa, il FIA oggetto di indagine sarà in grado di influenzare in maniera notevole, dominante o sostanziale, l'operato dell'impresa, al

fine di assicurare il rispetto e l'implementazione del *restructuring plan* sulla base di quanto previsto anche per la redazione del *Business Plan*.

Passaggio fondamentale è comprendere le cause che hanno portato l'impresa al declino, descrivendole in maniera chiara e accurata all'interno del piano, e accompagnandole dalle relative soluzioni da mettere in campo, scongiurando gli effetti catastrofici del fallimento dalla *mala gestio*.

A differenza di molti *Business Plan*, dunque, è presente anche la situazione economica e operativa passata dell'impresa oggetto di ristrutturazione, dal momento che la stessa è il principio delle soluzioni strategiche e operative presentate agli *stakeholders* in maniera tale da permettere loro la comprensione dell'importante intervento che il *Turnaround team* è chiamato ad attuare, la cui *duration* è certamente maggiore rispetto a quella prevista dei piani previsionali nei *Business Plan* di un'impresa *in bonis*.

Tuttavia, il *team* non può agire indipendentemente dall'assetto organizzativo dell'impresa, fatto di risorse e capitale umano, nonché di valore presente nel fattore occupazione che il legislatore, regolando in maniera più ampia e puntuale soluzioni di ripresa *pre fallimentari*, pone come primo obiettivo di tutela.

È evidente che, allo stato attuale, non è possibile richiedere al sistema bancario questo ulteriore *effort* operativo-strategico nei confronti dell'economia reale, perché fortemente vessato da requisiti patrimoniali assai stringenti, imposti dal Comitato di Basilea: le banche, infatti, sono ancora sotto la stretta creditizia (anche se in avvio di ripresa) che non consente loro di espandere in maniera efficiente la propria operatività rispetto al proprio *core business*.

Ebbene, il presente lavoro offre una proposta di alternativa a tale 'empasse' creditizia a vantaggio di tre tipologie di interlocutori del mercato del credito: il mercato bancario e finanziario, l'economia reale e il pubblico dei risparmiatori.

Si è, perciò, delineato l'operatore finanziario del FIA di *Turnaround*, il quale, per la propria caratteristica struttura, *mission* e *vision*, è in grado di gestire quale attività *core* con successo, tempestività ed efficienza, l'acquisto di *NPLs* con lo scopo di costruirvi

un piano di risanamento, nel rispetto dei presidi di vigilanza di sana e prudente gestione e trasparenza a tutela dell'investitore.

Difatti, potendo “le operazioni di *Turnaround* [...] porsi a monte o a valle di situazioni di crisi conclamata, intervenendo laddove vi siano condizioni di calo dei profitti o perdite dovute ad indebolimenti della competitività”, il FIA di *Turnaround* può fare della peculiare offerta all'impresa *target* di “capitali di rischio “pazienti” (attributo con il quale si intende la peculiarità degli intermediari finanziari non bancari in termini sia di possibilità di attesa in sede di osservanza dei requisiti patrimoniali sia di capacità finanziaria di supportare il risanamento d'impresa nel medio-lungo periodo, dal punto di vista strategico e finanziario) – al fine di “riavviare il ciclo di finanziamento degli investimenti necessari per la ripresa” della stessa, come affermato da CARDI, M. (2015) – la propria ‘*success key*’ sia nel mercato di appartenenza (il *Private Equity*) sia in quello specifico dei crediti in sofferenza, di recente formazione.

L'augurio è di poter assistere a un reale cambiamento di prospettiva in ambito finanziario, riacquistando quella fiducia negli intermediari finanziari quale unico motore dei movimenti di capitali nel mercato, fiducia che il vantaggio sprigionato dagli sforzi dei *restructuring planners* sia totalmente beneficiato da parte dell'economia reale del nostro Paese.

