

Finanziamenti

I fondi di credito

di Edoardo Guffanti e Paolo Sanna (*)

Con l'obiettivo di ampliare le fonti di finanziamento in favore delle piccole e medie imprese il legislatore ha previsto che gli organismi di investimento collettivo del risparmio ("Oicr") possano esercitare, in presenza di determinate condizioni, attività di erogazione diretta di finanziamenti. Il lavoro propone una valutazione della disciplina in materia di Oicr di credito come risultante a seguito dell'emanazione del D.L. n. 18/2016. Vengono dapprima analizzati la struttura richiesta per tali Oicr ed i connessi limiti agli investimenti, per poi concentrare l'attenzione sugli obblighi previsti in relazione al concreto esercizio dell'attività di finanziamento. Infine, viene esaminato il procedimento di autorizzazione dei FIA-UE che intendono investire in crediti in Italia.

L'apertura del mercato del credito ai fondi di investimento alternativi

Con alcuni recenti interventi legislativi (1) emanati con l'obiettivo di favorire il ricorso, soprattutto da parte delle piccole e medie imprese, a fonti di finanziamento alternative al credito bancario nel perdurare del *credit crunch* seguito alla crisi finanziaria del 2008 (2), il legislatore italiano ha previsto, entro certi limiti, la possibilità per gli organismi di investimento collettivo del risparmio ("Oicr") (3) di erogare credito direttamente nei confronti dei soggetti finanziati (4).

Si tratta, all'evidenza, di un intervento di grande rilievo sistematico, posto che l'attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico ha tradizionalmente costituito l'oggetto di una rigida riserva di attività, presidiata penalmente, in fa-

vore di banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 del TUB (5), il cui perimetro è stato sempre definito in termini molto ampi (6). Rientra, infatti, nell'area riservata, qualunque attività di "concessione di crediti", irrilevante essendo la forma tecnica utilizzata per l'effettuazione del finanziamento (ricomprendendosi, quindi, anche l'acquisto di crediti), quando la stessa sia effettuata nei confronti del pubblico (ovvero "nei confronti dei terzi con carattere di professionalità") (7).

In tale rigido contesto, la laconica previsione in passato contenuta nell'art. 3 del D.M. n. 228/1999 (8) circa la possibilità per i FIA di "investire in crediti e titoli rappresentativi di crediti" non era stata ritenuta dalla maggioranza degli interpreti sufficiente a consentire ai FIA stessi di concedere direttamente finanziamenti nei confronti del pubblico (9).

(*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un *referee*.

(1) In particolare il D.L. n. 91/2014, convertito in L. n. 116/2014 (c.d. Decreto Competitività) e, da ultimo il D.L. n. 18/2016 convertito in L. n. 49/2016.

(2) Obiettivo perseguito anche a livello comunitario: cfr. il considerando n. 3 del Reg. (UE) n. 2015/760, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine: "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".

(3) Più precisamente alla categoria di Oicr costituita dai fondi di investimento alternativi ("FIA").

(4) L'intervento ha inoltre riguardato le assicurazioni italiane e le società veicolo di cartolarizzazione *ex L.* n. 130/1999, oltre che Sace S.p.A., la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. e la Società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese S.p.A.

(5) D.Lgs. n. 385/1993.

(6) Come confermato anche a seguito dell'approvazione della recente riforma intervenuta in materia ad opera del D.M. n. 53/2015, che detta norme di dettaglio volte a precisare il contenuto della nozione di "esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma", di cui all'art. 106 del TUB.

(7) Art. 3, D.M. n. 53/2015. A riprova dell'ampiezza di tali nozioni, può ricordarsi che, per tradizionale orientamento giurisprudenziale, si ritiene che la violazione della riserva possa configurarsi anche ove in concreto ricorra una singola operazione di finanziamento (cfr., da ultimo, Cass. 18 febbraio 2015, n. 28820).

(8) Oggi sostituito dal D.M. n. 30/2015.

(9) Per la verità a essere revocata in dubbio era perfino la possibilità per gli Oicr di acquistare crediti sul mercato secondario in via professionale, salvo che per l'effettuazione di operazioni di cartolarizzazione; per la ricostruzione del dibattito dottrinale al riguardo, v. M. Biasin - M. Sciuto, *Il fondo di credito diretto* (direct lending fund), reperibile su www.associazione-preite.it.

Il legislatore ritenne quindi opportuno intervenire in materia (10), al fine di precisare (nell'ambito della definizione di "Oicr" di cui all'art. 1, comma 1, lett. k), TUF (11)) che l'investimento in crediti da parte di tali soggetti potesse indirizzarsi non soltanto verso l'acquisto sul mercato secondario di crediti già erogati da terzi, ma anche verso crediti erogati "a valere" sul patrimonio dei FIA (i.e. tramite l'erogazione diretta di un finanziamento) e a prevedere l'obbligo, in caso, appunto, di investimento in crediti, di partecipazione alla Centrale dei rischi della Banca d'Italia (art. 8, comma 1 *bis*, TUF).

L'evidente lacunosità di tale primo intervento diede luogo ad alcune difficoltà interpretative, relative, in particolare, alla possibilità per i FIA esteri, oltre che italiani, di accedere a tale nuova forma di investimento. Nonostante il carattere generale della sopra citata definizione di Oicr (e quindi la sua applicabilità tanto ai FIA domestici, quanto a quelli stranieri, UE e extra-UE), la disciplina di attuazione si limitò, infatti, a regolare l'operatività dei FIA di credito italiani, mentre nulla precisò con riferimento ai FIA costituiti all'estero. Tale impostazione ingenerò, quindi, incertezza circa la possibilità, per questi ultimi, di erogare finanziamenti in favore di prenditori italiani.

Il recente D.L. n. 18/2016 è quindi ulteriormente intervenuto in materia, introducendo nel Titolo III della Parte II del TUF, dedicata al servizio di gestione collettiva del risparmio, un nuovo Capo II-*quinquies*, interamente dedicato ai FIA di credito, che disciplina in maniera più compiuta sia il regime applicabile ai FIA italiani, sia la possibilità (ora espressamente contemplata) per i FIA UE di esercitare, se provvisti di determinati requisiti, l'attività di investimento in crediti erogati in Italia. Nelle more dell'attuazione del D.L. n. 18/2016 (12), appare di interesse soffermarsi sull'analisi del quadro normativo attualmente vigente.

Le norme in tema di FIA di credito

La normativa introdotta con il D.L. n. 18/2016 non definisce espressamente il proprio ambito di applicazione, che deve conseguentemente essere individuato in via eminentemente interpretativa. Non è, infatti, dato di rinvenire una definizione legislativa di "FIA di credito" o "Oicr di credito", sebbene tale ultima locuzione sia entrata a far parte

del lessico legislativo, comparando nella rubrica del citato Capo II *quinquies*.

Anche il D.M. n. 30/2015, concernente "la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani", non fornisce alcuna definizione, limitandosi a ribadire all'art. 4 che il patrimonio dei FIA può essere investito "in crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr".

Un primo elemento da considerare ai fini della definizione dell'ambito di applicazione della disciplina riguarda la distinzione fra le due categorie di FIA di credito prefigurata dalla norma da ultimo citata: la prima è costituita dai FIA che operano sul mercato secondario del credito, investendo in crediti (o in "titoli rappresentativi di crediti") già esistenti e erogati da terzi; la seconda è invece costituita da FIA che investono in crediti attraverso l'erogazione diretta del relativo finanziamento (cc.dd. fondi di credito diretto).

Occorre quindi chiedersi se le norme in esame si applichino in maniera identica a tutte e due le categorie di fondi sopra delineate, o se invece siano oggetto di applicazione differenziata.

Ebbene, prima dell'intervento legislativo di cui al D.L. n. 18/2016 non era dato rinvenire alcun indice di una differenziazione stante l'estrema lacunosità della disciplina). Attualmente, invece, un utile spunto interpretativo è rinvenibile nella formulazione delle rubriche dei nuovi artt. 46 *bis* e 46 *ter* del Capo II *quinquies*, che costituiscono oggi le norme primarie di riferimento per la disciplina dei FIA di credito.

La rubrica delle citate disposizioni si riferisce infatti alla "erogazione diretta di crediti" da parte di FIA (italiani e UE). Il tenore letterale, interpretato alla luce del ricordato percorso di modifica della disciplina in esame, pare lasciare pochi dubbi in merito all'ambito di applicazione delle disposizioni contenute nei richiamati articoli. Ne consegue che le stesse non troveranno applicazione a quei FIA che operano esclusivamente sul mercato secondario. In tale prospettiva ricostruttiva, non può però sottacersi il non perfetto coordinamento del testo degli articoli in parola con le proprie rubriche: i testi di entrambe le disposizioni si riferiscono genericamente all'investimento in "crediti a valere sul patrimonio" del FIA, omettendo di specificare che

(10) Con il D.L. n. 91/2014.

(11) D.Lgs. n. 58/1998.

(12) L'art. 46 *ter*, comma 5, TUF prefigura infatti un inter-

vento attuativo da parte della Banca d'Italia, riguardante, in particolare, i FIA UE.

l'investimento debba avvenire tramite erogazione diretta. Ciononostante, che si sia in presenza di un imperfetto coordinamento linguistico pare confermato dalla disposizione contenuta nel comma. 1, lett. b), dell'art. 46 *ter* TUF. Nel definire una delle condizioni richieste affinché un FIA UE di credito possa operare in Italia, il ricordato comma richiede l'autorizzazione rilasciata "dall'autorità competente dello stato membro d'origine a investire in crediti, inclusi quelli erogati a valere sul proprio patrimonio, nel paese di origine". È lecito ritenere che tale condizione (i.e. l'essere autorizzati ad erogare crediti direttamente nel proprio paese di origine) sia richiesta al fine di consentire di svolgere la *medesima* attività anche in Italia, mentre parrebbe quanto meno curiosa ove la si ritenesse necessaria anche per i FIA UE che non intendono svolgere l'attività di erogazione diretta di crediti nel nostro paese.

Al riguardo può osservarsi che - nonostante a livello normativo l'acquisto di crediti sia stato tradizionalmente considerato tutti gli effetti attività di "concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma" (per usare le parole del D.M. 53 del 2015) - le due diverse attività (acquisto, da un lato, ed erogazione diretta, dall'altro) sollevano esigenze di tutela diverse, che paiono essere meno pressanti nel caso dei fondi che acquistano crediti (13). Si pensi, al riguardo, all'ipotesi paradigmatica della selezione dei prenditori dei finanziamenti, che ha, com'è noto, ricadute rilevanti sulla stabilità del sistema finanziario complessivamente inteso, e che viene a porsi solo con riferimento ai fondi di credito diretto o, ancora, alla disciplina in materia di trasparenza bancaria, la cui applicazione non può che intervenire anteriormente alla erogazione diretta del finanziamento, pena la perdita di qualunque efficacia tutelante.

La scelta di limitare l'applicazione delle norme contenute agli art. 46 *bis*, 46 *ter* e 46 *quater* ai soli FIA di credito diretto appare quindi razionale.

Specularmente, occorre precisare, che la circostanza per cui le norme in parola si riferiscano solo all'erogazione di credito diretto non deve, a parere di chi scrive, indurre a escludere la possibilità per i FIA (italiani o UE) di operare sul mercato secondario

attraverso l'acquisto di crediti (14). Deve al contrario ritenersi che tale tipo di operatività sia pienamente ammissibile, sebbene non soggetta alle restrizioni applicabili all'operatività dei FIA di credito diretto. Ciò per una pluralità di ragioni. In primo luogo, deve tenersi conto di quanto previsto dalle già citate disposizioni di cui agli artt. 1, comma 1, lett. k), TUF e 4 del D.M. 30/2015, che chiaramente configurano la facoltà dei FIA di erogare direttamente crediti come una *species* del (necessariamente più ampio) *genus* "investimento in crediti" (come è agevole ricavare dall'utilizzo della locuzione "ivi inclusi"). In secondo luogo, tale interpretazione è perfettamente coerente con le finalità di tutela alla base dell'emanazione di una disciplina dei FIA di credito, volta a evitare i rischi sistemici posti innanzitutto dall'operatività sul mercato primario del credito da parte di soggetti non regolamentati (15) e che ben può, quindi, prevedere requisiti meno stringenti per l'operatività sul mercato secondario. In terzo luogo, pare di doversi rifiutare un'interpretazione della normativa che dia luogo a conseguenze sistematiche irrazionali: non può cioè avallarsi l'idea che, tra due attività con caratteristiche analoghe, il legislatore ritenga legittima, previa autorizzazione, quella più rischiosa e non ammissibile quella meno rischiosa.

Indipendentemente dalla circostanza se la nuova disciplina dei FIA di credito si applichi ai soli FIA di credito diretto o a qualunque FIA che investa in crediti, ci si deve poi chiedere se l'applicabilità della stessa venga in rilievo solo ove il patrimonio del FIA sia prevalentemente investito in crediti, oppure riguardi anche i FIA "misti", investiti in crediti solo parzialmente (eventualmente anche in maniera non prevalente).

Al riguardo, né il nuovo Capo II *quinquies* del TUF né il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (di seguito il "Regolamento sulla gestione collettiva") prevedono che l'applicabilità della disciplina in tema di FIA di crediti discenda dalla presenza di una determinata quota minima di crediti nel patrimonio del FIA (16).

(13) Cfr. il *discussion paper* della Central Bank of Ireland, *Loan Origination by Investment Funds, Discussion paper, July 2013*, 17; nonché l'Opinion della European Securities and Markets Authority (Esm), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, Ref. ESMA/2016/596, 3.

(14) In tal senso, invece, v. A. Parziale - F. Stoppello, *Gli OICR di Credito e l'ennesima revisione del TUF: un codice in perenne mutazione* in www.fchub.it.

(15) Ovvero il c.d. *shadow banking*. Al riguardo, cfr. Finan-

cial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 October 2011.

(16) Il Regolamento sulla gestione collettiva, Tit. V, Cap. III, Sez. V, 5, prevede in realtà un'ipotesi di vincolo di composizione patrimoniale per investimenti in crediti, riguardante però lo specifico caso dei FIA che investono in crediti al fine di effettuare operazioni di cartolarizzazione ai sensi della L. n. 130/1999, per i quali è stabilito che il patrimonio debba essere interamente investito in crediti da cartolarizzare.

Non può quindi escludersi l'applicabilità della disciplina in tema di FIA di credito anche ai FIA che investono in crediti solo parte (eventualmente minoritaria) del loro patrimonio.

Cionondimeno, sembra tuttavia che la disciplina di cui al Regolamento sulla gestione collettiva sia stata pensata, in effetti, per essere applicata in relazione a FIA che investono il proprio patrimonio almeno prevalentemente in crediti (17). Ciò pare di potersi desumere, da un lato, dalla natura di alcuni dei limiti di investimento previsti per i FIA di credito, la cui applicazione pare poco razionale in relazione a FIA che investono prevalentemente in beni diversi dai crediti (rilevano, a tale riguardo, specialmente, i limiti in tema di leva finanziaria e uso di strumenti derivati); dall'altro lato, in quanto manca qualunque norma che precisi il coordinamento, per il caso di FIA "misti", fra i limiti previsti per l'investimento in crediti e quelli previsti per altri tipi di investimento (come, cioè, se trattasse di regimi non applicabili simultaneamente) (18). Posto che, tuttavia, come detto, allo stato la normativa pare applicabile anche in caso di investimenti minoritari in crediti da parte dei FIA, con la conseguente applicabilità simultanea anche di limiti di investimento relativi ad altre tipologie di beni, potrebbe essere opportuno un intervento del legislatore secondario, volto, alternativamente, (i) a chiarire se l'applicabilità dei limiti previsti per i FIA di credito ricorra solo in caso in cui l'investimento in crediti sia prevalente; o, (ii) a prevedere una norma di coordinamento fra i diversi regimi (eventualmente incardinata sull'applicabilità dei limiti collegati all'investimento in crediti solo alla parte di patrimonio effettivamente investita in tali beni).

Il Regolamento sulla gestione collettiva prevede poi alcuni casi di esclusione espressa dell'applicabilità della disciplina secondaria in materia di FIA di credito, riguardanti, in particolare: i) i FIA chiusi mobiliari che concedono prestiti unicamente funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione da parte del FIA di partecipazioni; ii) i FIA immobiliari che concedono beni in leasing. Inoltre, nell'ambito degli esiti della consultazione che

ha preceduto l'emanazione del Regolamento sulla gestione collettiva, la Banca d'Italia ha avuto modo di precisare l'opportunità di una estensione dei limiti di investimento applicabili ai FIA di credito ai fondi che effettuano investimenti sostanzialmente assimilabili, quali i fondi di debito che investono, in qualità di singoli sottoscrittori, in titoli rappresentativi di prestiti obbligazionari con impegno a tenerli in portafoglio fino alla scadenza, stanti le analoghe esigenze prudenziali che gli stessi pongono.

La necessità di adottare la forma chiusa

Con riferimento agli aspetti strutturali, il citato D.M. n. 30/2015 prevede che i FIA di credito debbano rivestire forma chiusa, e ciò tanto che investano il proprio patrimonio - prevalentemente (19) - in crediti già erogati da terzi quanto in crediti erogati direttamente. Tale caratteristica è chiaramente ancorata alla tradizionale considerazione dei crediti quali beni illiquidi, e quindi alla difficile conciliabilità di un investimento in tale *asset class* con la forma aperta del FIA. Si può osservare al riguardo, che la rigidità di tale impostazione non pare essere imposta dall'attuale normativa, italiana e comunitaria, quanto piuttosto il frutto di una precisa scelta di politica legislativa. Infatti, il ricorso alla forma chiusa sarebbe stato necessario nel vigore della precedente definizione di OICR aperto contenuta nel TUF, ai sensi della quale il partecipante poteva in ogni momento richiedere il rimborso delle quote.

Il mutamento intervenuto nella nozione di fondo aperto in seguito alla emanazione della Direttiva UE 2011/61 (c.d. "AIFMD") - con la quale si è di fatto abbandonato il principio per cui in caso di OICR aperti gli investitori possono richiedere in qualsiasi momento il rimborso della quota -, permette ora di istituire FIA aperti nei quali i partecipanti hanno sì il diritto di chiedere il rimborso delle quote, ma "secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'Oicr" (20).

Una tale diversa definizione avrebbe potuto - almeno in teoria - consentire una opzione regolatoria

(17) Coerentemente, del resto, al modo in cui pare orientarsi la nascente prassi di mercato.

(18) Il che dà luogo a conseguenze relativamente problematiche: si può pensare al caso di un FIA immobiliare che detenga in portafoglio anche crediti (eventualmente erogati in connessione alla propria attività *core*) e che sarebbe in astratto soggetto all'applicazione simultanea di due diversi regimi relativi ai limiti di leva finanziaria, corrispondenti a quello ordinaria-

mente applicabile ai FIA immobiliari e a quello relativo ai FIA di credito (oltre che a un divieto, difficilmente razionalizzabile per un FIA immobiliare, di investire in strumenti derivati speculativi).

(19) Cfr., con riferimento alla disciplina previgente, Annunziata, *Gestione collettiva e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Società*, 2000, 350 ss.

(20) Art. 1, comma 1, lett. k *bis*, TUF.

alternativa, che permettesse ai FIA l'adozione della forma aperta se, e a condizione che, la stessa fosse coerente con la tipologia di crediti e la liquidabilità degli stessi, così da non pregiudicare la sua capacità di adempiere agli obblighi di rimborso alle scadenze previste dal regolamento (21). Si pensi, ad esempio, a FIA che investono in crediti commerciali acquistati su piattaforme elettroniche. La durata di tali crediti offerti in vendita dagli originari creditori (normalmente compresa tra 60 e 120 giorni), unitamente alla presenza di un mercato secondario di scambio, non parrebbe essere strutturalmente incompatibile con un diritto di rimborso previsto con periodicità quadrimestrale o semestrale e, quindi, con la forma aperta del FIA (22).

La ragione della scelta operata dal legislatore nazionale deve, dunque, ricercarsi altrove, e pare potersi individuare nella volontà di evitare che il canale di finanziamento alle imprese, rappresentato dai FIA di credito, non sia condizionato da eventuali mutamenti nella fiducia dei sottoscrittori. Ove ciò avvenisse, si potrebbe determinare un incremento della (già esistente) pro-ciclicità nell'erogazione del credito: durante le fasi espansive del ciclo economico, i FIA aperti potrebbero raccogliere fondi ed incrementare l'offerta di credito; specularmente, durante le fasi negative nel ciclo economico (che comportano solitamente riduzioni della fiducia degli investitori), i FIA aperti dovrebbero ridurre l'ammontare di credito tempo per tempo erogato per far fronte alle richieste di disinvestimento, contribuendo così all'aggravarsi del c.d. *credit crunch*. In conclusione, pare che la principale ragione alla base della scelta operata dal nostro legislatore sia di natura sistemica e individuabile nel desiderio di evitare (per quanto possibile) la pro-ciclicità di questa nuova fonte di credito.

La lettura proposta della finalità sottostante all'obbligo di adottare la forma chiusa per i FIA di credi-

to italiani fornisce anche una possibile spiegazione dell'analoga disposizione in materia di FIA UE che investono in crediti in Italia (23). Diversamente, non si capirebbe il perché di una disposizione che si applica non alla *raccolta* di denaro presso i sottoscrittori delle quote o azioni del FIA (che è ordinariamente il primario oggetto dell'attenzione del legislatore domestico) (24), bensì alla *struttura* di un FIA-UE nel nostro paese (che è, invece, normalmente un profilo su cui si tende tradizionalmente a non intervenire con normativa interna) (25).

I profili di rigidità imposti dall'adozione della forma chiusa possono peraltro esser oggetto di un parziale temperamento, in quanto il regolamento o lo statuto del FIA di credito, necessariamente istituito in forma chiusa, può però prevedere - in aggiunta alla distribuzione dei proventi - la possibilità che le quote o le azioni siano rimborsate anticipatamente su iniziativa del gestore, a tutti i partecipanti, proporzionalmente alle quote o alle azioni da ciascuno possedute (art. 11, D.M. n. 30/2015). È questa una possibilità che, verosimilmente, potrebbe suscitare l'interesse degli investitori, atteso che - in virtù di questa disposizione - risulta possibile prevedere la restituzione delle somme rivenienti dalla restituzione dei finanziamenti, senza dover attendere la scadenza naturale del FIA. Si pensi, ad esempio, al caso di prestiti erogati con scadenze inferiori rispetto alla durata del fondo, ovvero all'esercizio dell'eventuale facoltà di rimborso anticipato da parte del prestatore del prestito.

Le categorie di investitori

La normativa interna, ponendosi in controtendenza rispetto ad alcune indicazioni provenienti da altri ordinamenti europei (26), non prevede che la commercializzazione dei FIA di credito debba esse-

(21) Secondo un modello operativo idoneo comunque a garantire l'allineamento fra "la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso" del FIA come richiesto dall'art. 49 del Reg. (UE) n. 231/2013.

(22) L'erogazione di credito mediante l'acquisto di crediti presenta, in teoria, caratteristiche di minore illiquidità rispetto all'erogazione diretta di crediti. La possibilità di costituire fondi aperti che investono in crediti operando sul mercato secondario è peraltro prevista dagli ordinamenti di alcuni paesi Europei, quale, ad esempio, quello tedesco (cfr. il documento intitolato "*Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen sowie zur sog. "Restrukturierung" und Prolongation von Darlehen für Rechnung des Investmentvermögens*", reperibile sul sito della *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFIN*). Per un approfondimento in materia di sviluppo del mercato secondario dei crediti vd. www.lma.eu.com/landing_secondary_markets, ove è possibile prendere visione della "Se-

condary Trading Documentation" pubblicata dalla Loan Market Association.

(23) L'art. 46 *ter*, comma 1, TUF, dispone, infatti che: "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: ... 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".

(24) Sotto tale profilo l'art. 46 *ter*, comma 4, TUF rimanda, con riferimento ai FIA di credito, alle disposizioni italiane applicabili ai FIA UE sulla commercializzazione di azioni o quote.

(25) Del resto, com'è noto, la stessa Dir. UE 2011/61 ("AIFMD"), non interviene sul profilo dell'oggetto degli investimenti da parte dei FIA.

(26) Cfr. Esma, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, cit., 6.

re limitata ai soli investitori professionali, ma ammette invece che gli stessi possano essere collocati anche presso investitori *retail*.

La scelta di istituire il FIA di credito in forma riservata o meno comporta tuttavia alcune conseguenze in relazione alla disciplina applicabile in punto di limiti di investimento. Prendendo le mosse dai FIA *non riservati*, il Regolamento sulla gestione collettiva prevede una disciplina alquanto scarna, che si articola sostanzialmente sui seguenti principi:

- l'erogazione di finanziamenti allo stesso prestatore non può eccedere il 10% del totale delle attività del FIA (27);

- i finanziamenti erogati dal FIA non possono avere durata superiore a quella del FIA stesso;

- i finanziamenti di cui il FIA si renda destinatario (che costituiscono l'unica forma di indebitamento ammissibile) possono essere erogati solo da banche, intermediari finanziari *ex art. 106 TUB* o altri soggetti abilitati all'erogazione di crediti e non possono eccedere il limite del 30% del valore complessivo netto del fondo;

- è fatto divieto al FIA di utilizzare derivati finanziari per finalità diverse da quelle di copertura (28). I FIA di credito *riservati* (29) godono, invece, di un regime relativamente meno restrittivo rispetto a quello appena descritto. In particolare, rispetto a quanto stabilito per i FIA non riservati, è previsto:

- un innalzamento del limite della leva finanziaria (che può, peraltro, derivare sia da finanziamenti che da "altro indebitamento", sempre tuttavia assunti tramite banche o intermediari finanziari *ex art. 106 TUB* o altri soggetti autorizzati a erogare crediti) fino alla misura dell'1,5 del valore netto del patrimonio del fondo;

- la possibilità di utilizzare strumenti derivati anche per finalità diverse da quelle di copertura.

Rimangono invece fermi i limiti di durata dei finanziamenti erogati (30) e di concentrazione nei confronti del singolo prestatore, in termini identici a quelli illustrati per i FIA non riservati. La prima scelta appare coerente con la finalità perseguita

da tale disposizione normativa: il divieto di investire in crediti (ossia erogare finanziamenti) con durata superiore a quella del fondo risponde all'esigenza di contenere il rischio sistemico derivante da un'eccessiva trasformazione delle scadenze. Essa dunque non è connessa alla natura, professionale o meno, dell'investitore. Meno scontata è la decisione di mantenere invariati i limiti di concentrazione, e per tale via, il livello minimo di diversificazione degli investimenti. La disciplina in tema di limiti di concentrazione è, infatti, tradizionalmente volta a ridurre la rischiosità complessiva del portafoglio di investimenti effettuati da un OICR e, conseguentemente, la rischiosità dell'investimento effettuato dal sottoscrittore. Una diversificazione in base alla natura del sottoscrittore avrebbe contribuito a razionalizzare maggiormente il sistema dei limiti di investimento dei FIA di credito. Non a caso il TUF affida alla Banca d'Italia il compito di stabilire le regole applicabili agli OICR in materia di criteri e divieti all'attività di investimento, e di contenimento e frazionamento del rischio, limitatamente agli OICR *non riservati*. Con riguardo, invece, ai FIA riservati a investitori professionali, la Banca d'Italia può prevedere "l'applicazione di limiti di leva finanziaria e di norme prudenziali per assicurare la stabilità e l'integrità del mercato finanziario" (31).

L'opportunità di un ripensamento di tale limite parrebbe essere confermata dalla disposizioni comunitarie in materia di fondi di investimento europei a lungo termine ("ELTIF"). Per questa particolare tipologia di fondi alternativi, sottoscrivibile anche da investitori al dettaglio, l'art. 13 del Reg. UE 2015/760 stabilisce sì un limite di concentrazione pari al 10% per singolo prestatore, ma al contempo prevede la possibilità di innalzarlo al 20%.

Una diversa ed ulteriore riprova della percorribilità di una diversa impostazione in relazione al limite di concentrazione si ritrova nell'Opinion dell'ESMA sui FIA di credito (32), ove l'adozione di limiti minimi di diversificazione del portafoglio non

(27) I FIA neocostituiti possono derogare a tale limite per un periodo massimo di 6 mesi dall'inizio dell'operatività.

(28) Si segnala, inoltre, che, le SGR che gestiscono FIA chiusi *non riservati* a investitori professionali devono acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del valore complessivo netto iniziale di ciascun FIA della specie e delle successive emissioni. Ove il valore complessivo netto di ciascun FIA (in fase di emissione iniziale delle quote o a seguito di emissioni successive) superi l'ammontare di euro 150 milioni, la suddetta percentuale è ridotta, per la parte eccedente tale ammontare, all'1%.

(29) Il regolamento o lo statuto del FIA riservato può preve-

dere la partecipazione anche di investitori *non* professionali. In tal caso, gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile.

(30) Curiosamente, il limite in parola è contenuto nelle note al testo del Regolamento sulla gestione collettiva.

(31) Art. 6, comma 1, lett. c), nn. 1 e 2, TUF, e Regolamento sulla gestione collettiva, Tit. V, Cap. II, Sez. 1.

(32) ESMA, Opinion, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, cit.

è considerata elemento necessario della regolamentazione dei FIA di credito, in considerazione dei potenziali benefici che i FIA specializzati (ossia, con investimenti concentrati in determinati settori) potrebbero avere per alcuni settori economici (33).

Disciplina dell'attività

Diversamente da quanto sopra evidenziato con riferimento ai profili strutturali dei FIA di credito, l'intervento legislativo in commento disciplina in maniera alquanto frammentaria l'attività di finanziamento da svolgersi da parte dei FIA.

Al riguardo, oltre al già citato obbligo di partecipazione alla Centrale dei rischi della Banca d'Italia, vengono in rilievo:

- il divieto di erogare crediti nei confronti di soggetti qualificabili come consumatori, previsto dall'art. 46-bis TUF;

- la soggezione dei FIA di credito ad alcune norme del Titolo VI del TUB in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti. L'art. 46 *quater* TUF richiama al riguardo pressoché integralmente le disposizioni in materia di trasparenza, fatta eccezione per quelle riguardanti il credito ai consumatori (coerentemente con il divieto per i FIA di effettuare attività di finanziamento nei confronti di tali soggetti), i servizi di pagamento (la prestazione dei quali è, come noto, attività riservata a banche, istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento) e dall'obbligo di aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie (34).

Sul punto, si evidenzia che le disposizioni sopra richiamate trovano applicazione sia ai FIA italiani di credito, sia ai FIA-UE di credito.

Sempre con riferimento alla disciplina dell'attività di finanziamento, appare interessante notare come l'apertura normativa in favore dei FIA, per quanto operata contestualmente a quella riguardante assicurazioni e veicoli di cartolarizzazione ex L. n. 130/1999, sia di fatto soggetta all'applicazione di requisiti del tutto peculiari, che non corrispondono, in particolare, a quelli del "modello normativo"

previsto per tali soggetti. Con riferimento a questi ultimi, infatti, la tecnica normativa si è estrinsecata principalmente non sulla previsione di regole applicabili alla struttura del soggetto erogante il finanziamento, bensì sul coinvolgimento nelle attività di finanziamento di intermediari specializzati nella concessione del credito (banche o intermediari finanziari ex art. 106 del TUB), chiamati a selezionare i prenditori e a trattenere un interesse economico nell'operazione di finanziamento stessa (35). In questo modo, le potenziali criticità operative nella fase di selezione dei prenditori (e le conseguenti ricadute in termini di stabilità del sistema) - dovute alla tendenziale assenza, in soggetti storicamente non abilitati a effettuare attività di finanziamento, di strutture modulate sulla falsariga di un comitato crediti di una banca - sono neutralizzate attraverso l'intervento, nel processo di erogazione del credito, di intermediari specializzati e dotati di adeguata esperienza (36).

In assenza di un tale intervento "esterno" nell'operatività dei FIA di credito (salvo ipotesi di affidamento volontario della funzione di selezione dei prenditori) appare evidente che sarà necessario, da parte del gestore del FIA di credito, dotarsi di strutture e presidi organizzativi autonomi, dedicati alla selezione dei prenditori (e alla cura di tutte le altre fasi del processo di gestione del credito). Coerentemente con tale prospettiva, il Regolamento sulla gestione collettiva (Tit. V, Cap. III, Sez. I, par. 5) stabilisce che la Sgr debba dotarsi di un "sistema di gestione del rischio di credito" del FIA stesso, prevedendo, altresì, che lo stesso debba articolarsi nelle seguenti fasi: misurazione e diversificazione del rischio; istruttoria; erogazione; controllo andamentale; classificazione delle posizioni di rischio e relativi criteri; interventi in caso di anomalia; valutazione e gestione delle posizioni deteriorate.

L'operatività in Italia di FIA di credito UE

Come indicato in apertura, una delle principali novità introdotte dall'ultima novella legislativa è rappresentata proprio dall'estensione della possibilità di erogare crediti anche ai FIA UE.

(33) Si segnala inoltre che, sotto il profilo della raccolta del capitale di rischio. Ciò posto, vi è una modalità di raccolta delle somme consentita ai soli fondi riservati, che è rilevante nella scelta della forma da adottare nell'ipotesi in cui il gestore voglia istituire un FIA di credito: l'adozione della forma riservata permette di richiamare gli impegni man mano che le opportunità di investimento si presentano (c.d. *drawdown*), il che consente al sottoscrittore di non dover versare tutto il capitale investito al momento della sottoscrizione delle quote/azioni.

(34) Peraltro le esigenze deflative del contenzioso alla base

dell'obbligo da ultimo citato parrebbero predicabili anche in relazione all'attività di finanziamento svolta dai FIA.

(35) Cfr., art. 1, comma 1 *ter*, L. n. 130/1999 e art. 38, comma 2, D.Lgs. n. 209/2005, rispettivamente per SPV ex L. n. 130/1999 e imprese di assicurazione.

(36) Cfr. il documento della Banca d'Italia "Disposizioni di vigilanza per la concessione di finanziamenti da parte di società veicolo per la cartolarizzazione ex legge n. 130/1999. Resoconto della consultazione", 12.

Al riguardo è però previsto un vero e proprio regime autorizzativo: i gestori che gestiscono FIA UE che intendono investire in crediti a valere sul proprio patrimonio in Italia devono comunicare 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 Italia. Due paiono gli aspetti meritevoli di una riflessione nelle more dell'emanazione della disciplina attuativa: la possibilità di *reverse solicitation* e l'attività vietata in pendenza del termine di 60 giorni. Con riguardo al primo aspetto pare lecito ipotizzare che l'aver finanziato un'impresa italiana, su richiesta espressa di quest'ultima, non determini di per sé la violazione della disposizione in commento. Ciò - ovviamente - se e a condizione che si sia in presenza di una vera e comprovabile richiesta di finanziamento non sollecitata dal gestore del FIA. Per quanto attiene al secondo profilo, pare prudenzialmente preferibile ritenere vietata qualunque attività volta all'erogazione del credito (quale, paradigmaticamente, lo *scouting* di potenziali prenditori) e non soltanto la mera erogazione, che rappresenta il momento finale di un ben più lungo ed articolato processo. Parrebbero, invece, ammissibili le attività prodromiche all'attività di erogazione quali, ad esempio, la negoziazione dei contratti con i fornitori di informazioni sul merito creditizio o l'effettuazione di analisi di mercato.

A fini autorizzativi è, innanzitutto, previsto che un FIA UE possa investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, in Italia, soltanto se sia autorizzato dall'autorità competente del proprio stato d'origine a prestare la medesima attività in tale stato. A tal fine non pare necessaria una formale autorizzazione in favore del FIA, rilasciata all'esito di un procedimento amministrativo svolto dall'autorità territorialmente competente, ma pare preferibile ritenere sufficiente la astratta abilitazione - operata a livello normativo - del FIA UE a investire in crediti nel proprio paese d'origine (37).

Inoltre, è necessario che le norme del paese d'origine del FIA UE in materia di contenimento e di frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva fi-

nanziaria, siano *equivalenti* alle norme stabilite per i FIA italiani di credito. Per semplificare la valutazione, il TUF dispone che l'equivalenza possa essere verificata con riferimento anche alle sole disposizioni statutarie o regolamentari del FIA UE, senza che l'esame debba prendere in considerazione altre disposizioni. Ciò, però, a condizione che l'autorità competente dello stato membro di origine ne assicuri l'osservanza.

Anche lo *schema di funzionamento* del FIA, in particolare per quanto riguarda le modalità di partecipazione, deve essere analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti (38). Al riguardo, mentre è chiaro il riferimento alle disposizioni in materia di partecipazione ai fondi, riservati e non, contenute nel D.M. n. 30/2015, di meno immediata evidenza è cosa debba intendersi per *schema di funzionamento*, che costruisce l'oggetto del predetto giudizio di analogia. Al riguardo, può forse immaginarsi che in sede di attuazione dell'art. 46 *ter* verranno previsti requisiti analoghi a quelli stabiliti dal previgente Regolamento della gestione collettiva del risparmio (39) in riferimento della procedura di autorizzazione all'offerta in Italia di "OICR non armonizzati", fondata su un analogo giudizio di equivalenza dello schema di funzionamento dell'OICR estero. In tale contesto, rilievo era dato a aspetti riguardanti le caratteristiche del prodotto offerto (forma, investimenti consentiti, investitori *target*, norme prudenziali di frazionamento e contenimento del rischio) e il depositario (40).

Inoltre, il FIA UE deve necessariamente aver adottato la forma chiusa. Pertanto, un FIA UE di credito avente forma aperta *non* può operare erogando credito in Italia, e ciò anche se tale forma è lecita nel paese di origine del FIA UE. La ragione di tale condizione si ritrova, come già evidenziato, nella finalità di gestione del rischio sistemico (vd. *supra*) sottesa alla decisione del legislatore nazionale di imporre la forma chiusa agli OICR di credito.

Nel nostro paese potranno, però, essere commercializzate le quote o azioni di tale FIA UE: ossia potrà raccogliere fondi in Italia dopo aver esperito le procedure di cui agli artt. 43 e 44 del TUF. Sono infatti richiamate, senza modifiche, le norme

(37) Soprattutto in considerazione della circostanza che in alcuni stati Europei (tra cui la stessa Italia, nel caso di FIA riservati) non prevedono un procedimento di autorizzazione per i FIA di credito. Cfr., anche Esma, *Key principles*, cit., 4.

(38) Deve osservarsi che i requisiti di analogia dello schema di funzionamento e delle norme di frazionamento e contenimento del rischio, volti chiaramente a tutelare i sottoscrittori delle quote del FIA, paiono sovrabbondanti ove l'attività di raccolta di capitale sia svolta esclusivamente all'estero. Cfr., al ri-

guardo, il testo dell'audizione svolta in data 25 febbraio presso la Camera dei Deputati dal Responsabile della Divisione Intermediari della Consob Tiziana Togna, 9, disponibile su www.consob.it.

(39) Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dell'8 maggio del 2012, come modificato con provvedimento dell'8 maggio 2013.

(40) Tit. VI, Cap. V, par. 1.4.

già presenti in materia di commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA UE. Sotto questo profilo, non vi è alcuna differenza rispetto ad altri FIA che adottano politiche di investimento più "tradizionali".

Ottenuta l'autorizzazione, l'operatività dei FIA UE soggiace alle stesse disposizioni previste per i FIA italiani: il divieto di erogare crediti nei confronti dei consumatori, la soggezione ad alcune norme del Titolo VI del TUB in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali, la sottoposizione alla vigilanza informativa delle autorità italiane, la partecipazione alla Centrale dei rischi.

Conclusioni

In assenza della normativa di attuazione del D.L. n. 18/2016, appare prematuro esprimere un giudizio complessivo sulla disciplina in materia di FIA di credito.

Una valutazione non potrà comunque che essere effettuata in riferimento all'idoneità delle nuove disposizioni a favorire il perseguimento dell'obiettivo di creare un quadro normativo che favorisca canali di credito alternativi rispetto a quelli tradizionali.

In tale ottica, può già considerarsi con favore l'approccio che differenzia fra la disciplina applicabile ai FIA di credito diretto e quella relativa ai FIA operanti sul mercato secondario, assoggettando questi ultimi a requisiti meno rigorosi.

In quest'ottica, potrebbe altresì lavorarsi, in sede di attuazione della novella, a un alleggerimento dei requisiti in materia investimenti dei FIA; potrebbe così prevedersi, ad esempio, ove praticabile, una più marcata differenziazione dei limiti agli investimenti applicabili ai diversi tipi di FIA di credito, che valorizzi maggiormente la distinzione fra FIA riservati e FIA non riservati (e il profilo di rischio dei relativi investitori).

LIBRI

Disponibile in E-BOOK

COLLANA: INSOLVENCY

Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa

A cura di Paolo Bastia, Raffaella Brogi

Prefazione di Renato Rordorf



L'opera costituisce la **prima monografia** dedicata ai rapporti tra operazioni societarie straordinarie e diritto concorsuale. In un approccio interdisciplinare alle problematiche trattate, unisce la prospettiva giuridica con quella aziendalistica, cercando di fornire, a tutti coloro che operano nel mondo concorsuale, un'analisi sistematica in grado di sviluppare un'adeguata comprensione di fenomeni particolarmente complessi come quelli delle **operazioni straordinarie nell'ambito delle crisi aziendali**.

Operazioni straordinarie, come la fusione e la scissione, prevalentemente esaminate nei contesti di aziende in crescita, per la loro versatilità, si prestano a consentire riassetti idonei per la **gestione delle crisi aziendali**, anche in sede con-

corsuale, sia in ipotesi di **ristrutturazione del debito**, che in quella di **risanamento**. La situazione di crisi evidenzia anche la necessità di affrontare il punto nevralgico del **finanziamento dell'impresa in crisi**.

Wolters Kluwer Italia 2016, pagg. 416

Prezzo: € 40,00

Codice: 201549

ISBN: 978-88-217-5666-5

Per informazioni e acquisti

• Servizio Informazioni Commerciali

(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)

• Agente Ipsoa di zona

(www.shop.wki.it/agenzie)

• www.shopwki.it