

Fondi comuni

La nuova disciplina dei fondi di credito

di Edoardo Guffanti e Paolo Sanna (*)

Il contributo analizza gli ultimi sviluppi della normativa in materia di fondi di credito, a seguito del recente aggiornamento del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio. In particolare, vengono illustrati sia il perimetro della nozione di "investimento in crediti", che costituisce il nucleo della fattispecie regolata, sia le caratteristiche essenziali del procedimento di autorizzazione dei FIA UE che intendono investire in crediti in Italia. Vengono inoltre indagati i limiti all'operatività degli Oicr di credito non UE.

Il nuovo Regolamento sulla Gestione Collettiva

Con provvedimento del 23 dicembre 2016 la Banca d'Italia ha emanato alcune modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 (nel seguito, il "Regolamento sulla Gestione Collettiva").

L'intervento è volto dare attuazione ai recenti interventi normativi riguardanti il T.U.F. (1). Si tratta, in particolare, del D.Lgs. n. 71/2016, di recepimento della Dir. 2014/91/UE (c.d. "UCITS V") in materia di funzioni di depositario, politiche retributive e sanzioni di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e del D.L. n. 18/2016 (convertito con modificazioni dalla L. n. 49/2016) recante, fra l'altro, alcune di disposizioni in materia di fondi di credito.

In relazione a questi ultimi, è prevista, in attuazione dell'art. 46 *ter* T.U.F., una disciplina di dettaglio relativa al procedimento di autorizzazione all'erogazione diretta di crediti in Italia da parte di FIA UE. Viene quindi a completarsi il quadro normativo in materia di fondi di credito, che attendeva, quantomeno in relazione ai FIA UE, una attuazione a livello di normativa secondaria per essere pienamente operativo.

È quindi ora possibile fornire una valutazione d'insieme sulla disciplina dei fondi di credito, anche alla luce di quanto emerso nell'ambito della

consultazione pubblica che ha preceduto l'emanazione del nuovo Regolamento sulla Gestione Collettiva.

La nozione di "investimento in crediti"

In assenza di una esatta definizione della fattispecie, all'atto dell'emanazione del D.L. n. 18/2016 da più parti ci si era interrogati circa l'esatto perimetro di applicazione delle norme in materia di fondi di credito.

Al riguardo si era ipotizzato, in particolare, che l'attività oggetto di regolamentazione da parte del legislatore coincidesse con quella di concessione diretta di finanziamenti da parte del fondo (*loan origination*) e non ricomprendesse, invece, l'acquisto di crediti già esistenti e circolanti sul mercato secondario (*loan participation*) (2).

In quest'ottica si sarebbe assistito alla coesistenza di due regimi differenti e relativi, l'uno, all'attività di erogazione diretta, soggetta alle norme in materia di fondi di credito previste dagli artt. 46 *bis* ss. T.U.F. (e alla relativa normativa di attuazione); l'altro, relativo all'acquisto di crediti sul mercato secondario, non soggetta all'applicazione di alcuna di tali norme.

I *loan participation funds* sarebbero pertanto in grado di investire in crediti già erogati senza dover rispettare la disciplina di cui al T.U.F. (in tema, fra l'altro, di attività nei confronti dei consumatori,

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

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

(2) In tal senso l'audizione di T. Togna 25 febbraio 2016 presso la Camera dei Deputati, 3; sia consentito rinviare, inoltre, a E. Guffanti-P. Sanna, *I fondi di credito*, in questa *Rivista*, 2016, 860 ss.

autorizzazione preventiva se fondi UE, e all'applicazione delle norme sulla trasparenza bancaria di cui al T.U.B. (3)). In altri termini, in tale lettura, i crediti circolanti sul mercato secondario erano equiparati agli altri beni in cui il patrimonio degli Oicr può essere ordinariamente investito ai sensi della definizione di Oicr di cui all'articolo 1, comma 1, lett k), T.U.F. L'attività di *participation* sarebbe stata aperta anche ai fondi extracomunitari, stante la circostanza che la nozione di Oicr ha portata generale (4) ed è quindi applicabile a qualunque soggetto che risponda ai requisiti ivi previsti, indipendentemente dalla nazionalità e dalla forma giuridica adottata.

La valutazione secondo la quale la disciplina fosse rivolta sotto un profilo sostanziale a disciplinare il fenomeno di erogazione diretta di finanziamenti, e non l'acquisto di crediti, si basava su di una pluralità di elementi sia di tenore letterale, sia di sostanza. Sotto il primo profilo, rilevavano argomentazioni legate, in particolare, alla formulazione delle norme di cui agli articoli 46 bis e ss. (in relazione, fra l'altro, ai riferimenti alla "erogazione diretta" ivi contenuti). Sotto il secondo profilo si rilevava che una disciplina meno pervasiva per l'acquisto di crediti fosse giustificata dal fatto che tale attività determina meno rischi per la stabilità del mercato (e conseguentemente minori esigenze di tutela) rispetto a quella di erogazione diretta, e non era quindi ragionevole che le stesse fossero assoggettate alla medesima disciplina (5).

Sul punto è intervenuta la Banca d'Italia in occasione della pubblicazione delle modifiche al Regolamento sulla Gestione Collettiva. Nel resoconto della consultazione (6), l'Autorità - in risposta alla domanda di alcuni partecipanti circa l'esatta definizione dell'ambito della disciplina dei fondi di credito - afferma che l'interpretazione dell'art 46 ter TUF da privilegiare sarebbe nel senso di "far coincidere l'ambito di applicazione oggettivo [della] norma con l'attività di concessione di finanziamenti di cui all'art. 106 T.U.B.". In tale prospettiva, le norme in tema di FIA di credito riguarderebbero tanto i FIA di *origination* quanto quelli di *participation*. Il fondamento di tale lettura, si legge, è da individuarsi nel fatto che il T.U.B. e la relativa normativa di attuazione riconducono

nell'ambito della riserva di attività di "concessione di finanziamenti sotto qualunque forma" ai sensi dell'art. 106 T.U.B. anche l'acquisto di crediti a titolo oneroso.

Questa impostazione - che per quanto riferita all'art. 46 ter in materia di FIA UE pare potersi utilizzare anche in relazione all'art. 46 bis e quindi ai FIA italiani di credito, posta l'identità del linguaggio utilizzato nelle disposizioni - è ricca di conseguenze pratiche. La stessa si traduce, innanzitutto, nell'applicazione di penetranti requisiti autorizzativi (per i FIA UE), forse non completamente giustificati, anche all'attività di acquisto di crediti. Si pensi poi, all'applicazione del divieto di acquisto di crediti verso consumatori, che costituirà un importante limitazione soprattutto con riferimento, tra l'altro, al mercato dei cc.dd. *non performing loans*, una rilevante porzione dei quali è costituita proprio da contratti con consumatori (7).

L'indicazione non vincolante (8) (ma senz'altro rilevante) fornita dalla Banca d'Italia si presta però ad alcuni rilievi. Il ragionamento dell'Istituto, per quanto coerente con un'impostazione conservativa, volta a favorire la supervisione su attività finanziarie tradizionalmente oggetto di stretta regolamentazione, non sembra essere l'unica possibile. Essa non sembra infatti tenere in debita considerazione alcuni fattori che paiono, ad avviso di chi scrive, importanti al fine di fornire un'interpretazione forse maggiormente rispondente alle intenzioni del legislatore.

Lasciando da parte il profilo meramente letterale, per cui "investimento in crediti" e "concessione di finanziamenti" (9) - che vengono interpretati come sinonimi dalla Banca d'Italia - sono sintagmi distinti, che dovrebbero, dunque, essere interpretati diversamente, un primo elemento da considerare è rappresentato dall'evoluzione storica della disciplina dei fondi di credito. Questa mostra, in modo palese, che l'intenzione del legislatore è nel senso restringere il campo di applicazione delle disposizioni in tema di fondi di credito alla sola *loan origination*.

Infatti, il T.U.F. prevede, fin dalla sua prima emanazione, la possibilità per i fondi comuni di investire il proprio patrimonio, fra l'altro, anche in crediti.

Fino all'emanazione dei recenti interventi normativi in tema di fondi di credito, non si era però

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

(4) P. Sfameni - A. Giannelli, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2015, 176.

(5) Per un'analisi delle diverse esigenze di tutela poste da *loan participation* e *loan origination* v. Bank of Ireland, *Loan origination by investment funds - Discussion paper*, luglio 2013, 17 s.

(6) Reperibile in www.bancaditalia.it.

(7) Cfr. PWC, *The Italian NPL market*, 16, dicembre 2016, reperibile in <http://www.pwc.com/it/npl>.

(8) Nel resoconto della consultazione è presente il consueto "disclaimer" circa l'incompetenza dell'Istituto a interpretare norme di legge.

(9) Ai sensi dell'art. 106 T.U.B.

raggiunta una sufficiente chiarezza in merito all'estensione di tale facoltà.

In particolare, in assenza di una norma che prevedesse espressamente una esenzione dei fondi dalla riserva di attività finanziaria prevista dal T.U.B., i confini dell'attività di acquisto/erogazione dei crediti esercitabile dai fondi sono tradizionalmente rimasti dubbi. Più precisamente si riteneva pressoché pacificamente di potersi escludere la possibilità per i fondi di erogare direttamente i finanziamenti. Una maggiore apertura interpretativa era, invece, riscontrabile con riferimento all'acquisto di crediti sul mercato secondario. In questo senso, un importante dato normativo era costituito dalla L. n. 130/1999 che in effetti prevede la possibilità di effettuare attività di cartolarizzazione per il tramite di fondi. Operazioni che necessariamente richiedevano la cessione di rapporti di credito al fondo stesso (10).

Questa ricostruzione è rilevante per comprendere la *ratio* degli interventi in materia di fondi di credito che si sono susseguiti nel corso degli ultimi anni. In particolare, il D.L. n. 91/2014 modificò la nozione di Oicr di cui all'art. 1, comma 1, T.U.F., precisando che fra i "crediti" in cui il patrimonio del fondo può essere investito devono ritenersi inclusi anche quelli "erogati a valere sul patrimonio dell'OICR" (e quindi i finanziamenti diretti).

Il nuovo T.U.F., all'esito di tale intervento, prefigura pertanto due categorie di crediti: la prima, tradizionalmente inclusa fra i beni in cui i fondi possono investire, dei "crediti in senso stretto" (vale a dire crediti già esistenti) e la seconda, nuova, dei "crediti erogati a valere sul patrimonio del fondo". In questo senso, l'intervento di cui al D.L. n. 91/2014 ebbe obiettivo di stabilire, soprattutto, la possibilità per i fondi di erogare direttamente finanziamenti nei confronti di nuovi prenditori, stante la circostanza che i fondi già potevano investire in crediti prima di tale intervento.

Tale lettura è rafforzata anche dall'analisi del successivo intervento in materia, recato dal D.L. n. 18/2016, in attuazione del quale sono state emanate le norme del Regolamento sulla Gestione Collettiva che qui si commentano. Anche in tal caso il riferimento sembra essere primariamente ai crediti appartenenti alla seconda categoria, ossia ai crediti erogati. Ciò si ricava, in particolare, dagli artt. 46 bis

e ter T.U.F.: nel testo di entrambe le disposizioni ci si riferisce all'investimento in crediti "a valere sul patrimonio" del fondo. Tale locuzione è stata aggiunta, come si è visto, nel T.U.F. al fine di individuare i crediti appartenenti alla seconda categoria sopra enucleata, quella dei crediti erogati direttamente dal fondo. È vero che nel testo della disposizione non si menziona il termine erogazione, ma ciò sembra in effetti imputabile a un mero difetto di coordinamento normativo con la definizione di Oicr contenuta nell'art. 1 TUF. A conforto di tale ricostruzione, deve sottolinearsi la formulazione della rubrica di entrambe tali disposizioni, che si riferiscono rispettivamente alla "Erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani" e alla "Erogazione diretta di crediti da parte di FIA UE in Italia" (11).

Se si analizza l'intervento normativo in tema di fondi di credito nel suo complesso, può individuarsi la volontà del legislatore di assoggettare i fondi che erogano crediti a una disciplina distinta e più rigorosa di quella applicabile ai FIA che investono in crediti già erogati. Ciò sia per il dettato letterale delle disposizioni, sia per la descritta evoluzione storica della disciplina.

Inoltre, tale distinzione sotto il profilo della disciplina applicabile a *loan origination* e *loan participation* pare razionalmente giustificabile, se si considera la già rilevata diversità intercorrente fra le due attività. Soltanto l'erogazione diretta di crediti, infatti, è idonea a innescare rischi di arbitraggio rispetto al credito bancario, giustificando, conseguentemente, la sottoposizione dell'attività a regole e controlli pervasivi e modellati, appunto, su quelli previsti per le banche. Nel caso di acquisto di crediti sul mercato secondario, l'applicazione di tali presidi può ritenersi in larga parte superflua, posto che gli stessi sono già stati osservati "a monte" in sede di prima erogazione del credito.

Il procedimento autorizzativo dei FIA UE di credito

Chiarito quindi che l'attività oggetto di regolamentazione - nell'ottica della vigilanza - ricomprende anche l'acquisto di crediti già esistenti e circolanti sul mercato secondario (i.e. *loan participation*), è ora possibile focalizzare l'attenzione sulla novità di

(10) Per la verità alcuni ritenevano che quella ai fini di cartolarizzazione fosse l'unica cessione a fondi ammessa all'ordinamento; in tale prospettiva "fondo di credito" e "fondo di cartolarizzazione", risultavano fattispecie identiche: v. G. Gentile, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione*

ai fondi comuni di credito in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, 756 ss.

(11) Si noti, inoltre, che anche la relazione di accompagnamento al provvedimento riferisce l'intervento normativo al "direct lending" (così testualmente) dei FIA.

maggiore respiro introdotta nel Regolamento sulla Gestione Collettiva riguarda il procedimento autorizzativo cui devono sottostare i FIA UE che intendono procedere all'attività di investimento in crediti in Italia.

Il procedimento, di competenza della Banca d'Italia, mira a fare sì che sia garantito, ai sensi di quanto richiesto dall'art. 46 *ter* T.U.F., il rispetto dei seguenti requisiti: (i) il FIA UE deve essere autorizzato dall'autorità competente dello stato membro d'origine a investire in crediti, inclusi quelli a valere sul proprio patrimonio, nel paese di origine; (ii) il FIA UE deve avere forma chiusa e lo schema di funzionamento dello stesso, in particolare per quanto riguarda le modalità di partecipazione, deve essere analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti; (iii) le norme del paese d'origine del FIA UE in materia di contenimento e di frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva finanziaria, devono essere equivalenti alle norme stabilite dal Regolamento sulla Gestione Collettiva per i FIA italiani che investono in crediti (12). L'equivalenza rispetto alle norme italiane può essere verificata con riferimento alle disposizioni statutarie o regolamentari del FIA UE, a condizione che l'autorità competente dello stato membro di origine ne assicuri l'osservanza.

Al fine di permettere all'autorità di valutare la sussistenza dei requisiti sopra elencati, è richiesto che il gestore del FIA UE inoltri alla Banca d'Italia una comunicazione preventiva, corredata da una serie di documenti (13), almeno 60 giorni prima dell'inizio dell'attività.

Con riferimento alla documentazione da presentarsi, di rilievo appare la circostanza che non sia prevista, diversamente da quanto avveniva nella versione del Regolamento sulla Gestione Collettiva posta originariamente in consultazione, la necessità che il fondo presenti un programma di attività relativo alla sua operatività in Italia. Tale requisito era stato infatti

criticato nel corso della consultazione sulla scorta della considerazione che lo stesso mal si attaglia alla prevedibile operatività dei FIA UE di credito in Italia, che difficilmente opererebbero in modo sistematico al fine di erogare massicciamente credito ma sono, al contrario, portati a indirizzarsi su "occasioni" di finanziamento specifiche. Attraverso l'espunzione di tale requisito, si avalla anche un'operatività "fragmentaria" dei FIA UE, che si esprime similmente a quella dei fondi di *private equity*, ed è quindi fondata non sull'impiego continuo del patrimonio ma sull'effettuazione di singoli *deals* (e che si accompagna normalmente alla previsione di meccanismi di c.d. *drawdown* del *commitment* dei sottoscrittori, con un richiamo graduale degli impegni ogniqualvolta sopravvengano esigenze di finanziamento di specifiche attività di investimento del fondo).

Di rilievo è, altresì, la precisazione di cosa debba intendersi per "schema di funzionamento" del FIA, del quale l'art. 46 *ter* richiede, come detto, l'analogia con quello dei FIA italiani. Al riguardo, viene precisato, in particolare, che l'istanza di autorizzazione presentata dal FIA UE deve contenere una descrizione delle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote e azioni del FIA nonché dell'oggetto e della politica di investimento, nonché di eventuali *side letters* sottoscritte o da sottoscrivere con i partecipanti al fondo. Se la precisazione dei contorni dello "schema di funzionamento" appare di sicuro ausilio nella interpretazione del requisito, non appare tuttavia chiara la *ratio* del riferimento all'oggetto e alla politica di investimento dei FIA UE, che, se ricondotti nell'ambito dello schema di funzionamento del FIA, dovrebbero essere analoghi a quella dei FIA italiani di credito (ai sensi dell'art. 46 *ter*). Mentre per l'oggetto può immaginarsi che in effetti lo stesso potrà essere di volta in volta - quantomeno statisticamente - analogo a quello dei FIA italiani di credito (investimento in crediti nei confronti di PMI o

(12) Titolo V, Capitolo 3, Sezione V, par. 5, e Sezione VI rispettivamente per i fondi *retail* e per quelli riservati.

(13) Si tratta in particolare di: 1) un'attestazione dell'autorità di vigilanza che conferma che il gestore è autorizzato dall'autorità competente dello Stato UE d'origine e può gestire il fondo oggetto della comunicazione; in alternativa, copia del provvedimento di autorizzazione del gestore accompagnata dall'attestazione del legale rappresentante sull'attuale iscrizione nel registro, o albo, o elenco dei gestori; 2) un'attestazione dell'autorità di vigilanza o, in alternativa, un parere legale, circa la possibilità del fondo di erogare crediti; 3) una copia del regolamento di gestione o dello statuto del FIA, nonché copia dello statuto del gestore o altri documenti equivalenti, muniti dell'attestazione di vigenza rilasciata dall'autorità competente del paese di origine del FIA e del gestore; in alternativa, l'attestazione dell'autorità competente può essere sostituita da una dichiarazione del legale rappresentante del FIA e del gestore

che attesti la vigenza dei suddetti documenti; 4) una dichiarazione a cura del legale rappresentante del gestore che indichi le norme del paese di origine del FIA ritenute equivalenti a quelle italiane (copia di tali norme deve essere inclusa nella documentazione), nonché un parere legale concernente tale equivalenza; 5) in alternativa al punto 4, un attestato dell'autorità di vigilanza del paese di origine che garantisca che la stessa vigili sul rispetto da parte del gestore del FIA di quanto previsto nel regolamento o nello statuto in materia di contenimento e frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva finanziaria; 6) l'ultima relazione annuale e la relazione semestrale successiva, se pubblicata; 7) una nota illustrativa dello schema di funzionamento del FIA, con particolare riferimento alle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote e azioni del FIA nonché all'oggetto e alla politica di investimento. La nota precisa se il gestore ha o ha intenzione di concordare *side letters* con investitori nel FIA e, in tal caso, ne precisa il contenuto.

grandi imprese, *secured/unsecured financing* (14)) diversamente non risulta, in effetti, chiaro per quale motivo (e in che modo) la *politica di investimento* dei FIA UE debba essere analoga a quella dei FIA italiani. La politica di investimento è infatti un elemento a caratterizzazione economica il cui contenuto non è regolato dalla legge (15).

Come chiarito dal documento dell'ESMA sui "Concetti chiave della direttiva GEFIA" (16) la *politica d'investimento* dovrebbe, infatti, specificare gli orientamenti che il gestore del FIA segue per l'investimento, facendo riferimento a criteri che includono determinati elementi quali, fra gli altri: (i) le categorie di attività di investimento, (ii) le relative strategie, (iii) la localizzazione geografica e (iv) i limiti previsti in relazione agli investimenti. In relazione al primo elemento, esso pare sovrapporsi con l'oggetto. In merito al secondo e al terzo elemento, appare difficoltoso comprendere come sugli stessi possa essere condotto un giudizio di analogia, stante l'assenza di criteri vincolanti da seguire per gli OICR chiusi riservati italiani e la loro scarsa rilevanza a fini autorizzativi. Il quarto elemento è, invece, senz'altro rilevante, ma si sovrappone con quanto previsto dall'art. 46 *ter*, comma 1, lett. c) in tema di frazionamento e contenimento del rischio, nonché di leva finanziaria.

In conclusione, volendo trovare un elemento dello "schema di funzionamento" rilevante - e non già ricompreso in altre disposizioni - questo è individuabile nelle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote o azioni. L'eventuale esistenza di *side letters* con gli investitori che regolino aspetti diversi dall'uscita dal fondo, che esauriscono la loro rilevanza nell'ambito del rapporto GEFIA UE/investitore non dovrebbe assumere rilevanza ai fini autorizzativi, a meno che le stesse *side letters* non introducano surrettamente delle disposizioni che sarebbero illecite se previste nell'ambito della regolamentazione di un Oicr di credito italiano.

Analogamente, di difficile interpretazione, se riferita ai fondi che intendono operare solo acquistando crediti sul mercato secondario, è la necessità di un'attestazione (da parte dell'autorità del paese d'origine o sotto forma di parere legale), circa la possibilità per il fondo di "erogare" crediti. Infatti si potrebbero al riguardo ipotizzare diverse situazioni in cui una tale

attestazione potrebbe non essere ottenibile da FIA comunque abilitati all'acquisto di crediti. In primo luogo ciò si verificherebbe ove i FIA potessero liberamente acquistare crediti sul mercato secondario, necessitando però di specifica autorizzazione soltanto quando intendono erogare direttamente crediti. In tal caso parrebbe quindi ragionevole escludersi la necessità della predetta attestazione, o quantomeno ritenere soddisfatto il requisito attraverso una attestazione circa la possibilità di *acquistare* crediti. Analogamente, dovrebbe escludersi la necessità di una tale attestazione anche ove, in ipotesi, al FIA UE fosse impedita dalla legge l'erogazione diretta di crediti ma non l'acquisto sul mercato secondario (tale era, ad esempio, la situazione dei FIA italiani prima degli interventi normativi in commento).

Tornando al procedimento autorizzativo, ricevuta la comunicazione da parte dell'autorità dello Stato membro d'origine del FIA UE, la Banca d'Italia ne verifica la completezza e, qualora la stessa risulti incompleta, chiede al soggetto interessato di provvedere alle necessarie integrazioni. Qualora invece abbia verificato la completezza dei documenti forniti o dopo che siano state fornite tutte le integrazioni necessarie, la Banca d'Italia provvede a comunicarlo al soggetto interessato. Entro 60 giorni dalla comunicazione di ricezione, la Banca d'Italia può vietare al fondo di operare in Italia se non ricorrono le condizioni di esercizio previste dalla legge.

Se entro tale termine l'Autorità non oppone, invece, un divieto di inizio di operatività, il gestore può quindi avviare l'operatività del fondo in Italia.

I presupposti del procedimento autorizzativo

Ferme le considerazioni di carattere generale sopra esposte in relazione alla nozione di "*investimento in crediti*", rimane da chiedersi quale operatività, in concreto, sia soggetta alle norme di cui agli articoli 46 *ter* e seguenti e quindi (anche) alla preventiva autorizzazione.

Al riguardo, tralasciando ipotesi di operatività che difficilmente possono sfuggire all'applicazione disciplina in commento (quale, tipicamente, potrebbe essere un'attività di erogazione in Italia di plurimi finanziamenti, eventualmente protratta nel tempo),

(14) Ovviamente, una politica di investimento che preveda l'investimento di crediti nella forma di titoli obbligazionari determinerebbe l'assoggettamento del FIA alle regole in materia di fondi mobiliari, e non a quelle previste per i fondi di credito.

(15) Sebbene sotto il profilo formale la struttura della politica di investimento dei FIA non riservati debba rispecchiare quanto prescritto dal Regolamento sulla Gestione Collettiva (cfr. Titolo V, Cap. I, Sez. II).

(16) ESMA/2013/611 del 13 agosto del 2013.

si possono ipotizzare due scenari meritevoli di ulteriore approfondimento: il primo rappresentato dal caso limite di un unico credito erogato in Italia; il secondo rappresentato dall'erogazione a favore di un prenditore italiano a seguito, tuttavia, di un'attività di istruttoria e deliberazione svolta interamente in altro paese UE.

Il primo caso riguarda, quindi, l'ipotesi di operatività minima, in cui il FIA UE si attivi per ricercare in Italia una specifica occasione di finanziamento procedendo all'erogazione dello stesso in favore di un prenditore italiano. Al riguardo, depongono a favore della necessità del previo ottenimento dell'autorizzazione a operare in crediti in Italia, e più in generale della soggezione di tale attività agli articoli 46 *ter* e ss., diversi elementi. In primo luogo, l'eliminazione del requisito della presentazione del programma di attività per l'autorizzando FIA UE, il cui mantenimento nel Regolamento sulla Gestione Collettiva avrebbe potuto invece fornire elementi interpretativi - per quanto non necessariamente decisivi - utili ad avvalorare la tesi della legittimità di investimenti saltuari in crediti al di fuori del quadro normativo in materia di FIA di credito. In secondo luogo, la circostanza che le esigenze di protezione sottese alla normativa in esame (espresse, in particolare, nell'articolo 46 *quater* e nel divieto di erogazione nei confronti di consumatori) rilevano anche in ipotesi di operatività minima, giustificandone l'applicazione anche all'erogazione di un solo credito. Infine depone a favore dell'applicazione della disciplina in commento anche l'assenza di una percentuale minima di investimento in crediti affinché l'OICR si qualifichi come "di credito".

In senso contrario potrebbe osservarsi che la riserva di legge di cui all'art. 106 T.U.B. - rilevante nell'interpretazione della Vigilanza sopra illustrata - fa riferimento allo svolgimento nei "confronti del pubblico". Testualmente, la disposizione porterebbe ad escludere l'ipotesi della singola operazione. Tuttavia, l'art. 2 del D.M. n. 53/2015, attuativo dell'art. 106 T.U.B., si premura di precisare che l'attività di concessione di finanziamenti si considera esercitata nei confronti del pubblico qualora sia svolta: (i) nei confronti di terzi (ii) con carattere di

professionalità. Elementi, questi, riscontrabili anche nel caso in cui l'OICR di credito UE (che per definizione opera in modo professionale) eroghi un finanziamento nei confronti di un terzo soggetto italiano.

Il secondo scenario sopra ipotizzato e, cioè, l'erogazione a un prenditore italiano nell'ambito di attività svolta totalmente in uno stato UE diverso dall'Italia, pone l'interrogativo se via sia o, meno, una rilevanza sotto il profilo territoriale dell'attività dei FIA UE di credito. Ai fini dell'applicabilità delle norme in materia di FIA UE è infatti richiesto che l'investimento in crediti avvenga "in Italia". Come stabilire se attività di investimento in crediti siano svolte in Italia?

In assenza di regolamentazione specifica sul punto, pare, per contiguità logica, di potersi fare riferimento a quanto elaborato in via interpretativa in materia di territorialità dell'attività bancaria (17).

In quest'ottica, non è possibile utilizzare come criterio discrezionale quello della nazionalità del prenditore: risalenti ma autorevoli indicazioni (18) chiariscono, infatti, che la sola circostanza che un intermediario del credito abbia tra i propri clienti dei soggetti residenti in uno stato diverso non significa che lo stesso eserciti attività sul territorio di tale diverso Stato.

Ulteriormente, viene precisato che non è un indicatore della localizzazione territoriale nemmeno il fatto che del personale si sia recato presso il diverso Stato per l'esecuzione di attività propedeutiche, preliminari o accessorie rispetto a quella tipica di erogazione del credito.

Diversamente, sarebbe un indicatore dell'erogazione del credito in Italia il fatto che il FIA UE invii presso il territorio dello Stato un proprio rappresentante a svolgere atti tipici della prestazione caratteristica (quali, ad esempio, le attività di promozione/collocamento (19) comprendenti l'invito alla conclusione del contratto di finanziamento e la materiale negoziazione e sottoscrizione del contratto stesso).

In questa prospettiva, non sembrerebbe possibile, ad esempio, ritenere prestata in Italia attività di investimento in crediti ove la concessione di credito avvenga su iniziativa diretta di un prenditore italiano

(17) In particolare con riferimento all'analisi degli elementi minimi idonei a qualificare l'attività *cross-border* delle banche in termini di "libera prestazione dei servizi" presso un diverso Stato, idonea a far scattare gli obblighi regolamentari di preventiva notifica previsti dalle direttive europee in materia bancaria (c.d. pacchetto "CRD"); sul punto v. G. Napolitano, *Succursali e libera prestazione dei servizi*, in E. Galanti (a cura di) *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, 429 ss.

(18) Ci si riferisce alla comunicazione interpretativa in materia di "Libera prestazione dei servizi e interesse generale nella normativa bancaria" SEC(97) 1193 def., del 20 giugno 1997.

(19) È intuibile come il confine tra questa attività e quella prodromica e propedeutica sopra citata sia quantomeno labile, e sussistano quindi "zone grigie" di particolare difficoltà sotto il profilo della classificazione.

e senza, viceversa, iniziativa alcuna del FIA UE (c.d. *reverse solicitation*) (20).

Ove ciò effettivamente accada, è lecito aspettarsi l'assenza di elementi rilevanti ai fini di attrarre nel territorio Italiano l'attività del FIA. Inoltre, non paiono rinvenirsi ostacoli a ritenere ammissibili ipotesi di *reverse solicitation* in base a elementi specifici della disciplina dei FIA di credito. Infatti, in tal caso: (a) non sembrano sussistere le esigenze di tutela del prestatore professionale, la cui (consapevole) rinuncia le tutele previste dall'ordinamento italiano è implicita nella scelta di quest'ultimo di ricercare fondi in un ordinamento diverso da quello italiano; (b) le norme in materia di FIA UE di credito, che mirano a evitare rischi di carattere sistemico (21), non avrebbero ragione di applicarsi, in relazione ad un'operatività *unsolicited* svolta da un FIA UE nel proprio Stato membro di origine.

Ovviamente, ad un esito dubitativo si giungerebbe con riguardo alla diversa ipotesi nella quale un FIA UE eroghi diversi finanziamenti a soggetti residenti in Italia nell'arco di un ristretto arco temporale. In tale scenario, può risultare elevato il rischio che la vigilanza ritenga l'attività concretamente prestata in Italia. Dimostrare di non aver svolto un'attività nel territorio italiano (secondo i criteri sopra elencati) potrebbe essere difficile sul piano del fatto ed una valutazione non può che essere fatta caso per caso.

Infine, non paiono rinvenirsi elementi ostativi posti dalla direttiva in tema di FIA (c.d. AIFMD (22)). La disciplina ivi contenuta è infatti applicabile a vari aspetti dell'operatività del gestore, ma non all'attività di investimento del FIA stesso (23).

I fondi non UE

L'intervento in materia di FIA di credito non disciplina l'attività di investimento in crediti degli Oicr non UE.

Occorre preliminarmente osservare, al riguardo, che la direttiva AIFM si limita a disciplinare la gestione e la commercializzazione di FIA nell'UE da parte di tali soggetti, senza, invece, preoccuparsi di regolare il profilo dell'attività di investimento dei FIA non

UE nell'UE. La disciplina è quindi rimessa totalmente alla discrezionalità degli stati membri.

Nell'immediatezza dell'emanazione del D.Lgs. n. 91/2014 era possibile ipotizzare che anche tali entità potessero investire in crediti in Italia (24). Deve infatti ricordarsi che, come già evidenziato, l'intervento operato con tale decreto si limitava, in sostanza, a modificare la definizione di Oicr contenuta nel T.U.F. al fine di ammettere la possibilità di investimento in crediti erogati (senza prevedere, diversamente da quanto accade oggi, una disciplina specifica per FIA UE e FIA italiani di credito). Posta la già menzionata portata generale di tale definizione, non era necessariamente da escludersi la possibilità che l'apertura all'investimento in crediti da parte degli Oicr riguardasse anche gli operatori extracomunitari. Un'interpretazione prudente era tuttavia preferibile, anche in considerazione della difficoltà di valutare l'effettiva capacità prescrittiva di una mera definizione in un ambiente normativo, quale era quello della riserva di attività finanziaria in favore di banche e intermediari finanziari ex art. 106 T.U.F., regolato in maniera molto pervasiva.

Ora che l'intervento normativo in materia può dirsi completato con l'emanazione del D.L. n. 18/2016, ci si trova innanzi a uno scenario in cui appare evidente che la posizione degli Oicr non UE non muti rispetto al passato, posto che nessuna norma che regoli la loro operatività in crediti è stata prevista in tale ambito. L'attività di erogazione di finanziamenti (e di acquisto di crediti, ai sensi dell'interpretazione della Banca d'Italia circa l'estensione dell'ambito di applicazione delle norme in tema di FIA di credito) da parte di tali soggetti deve pertanto ritenersi disciplinata dalle norme che ordinariamente regolano nell'ordinamento italiano tale operatività.

Pertanto, in assenza di una disciplina *ad hoc* per gli Oicr non UE di credito, dovrà ritenersi applicabile la riserva di legge in favore di banche e intermediari finanziari ex art. 106 T.U.B. (e ora FIA italiani e UE, SPV di cartolarizzazione e assicurazioni italiane). L'esercizio di operatività in crediti in Italia deve, dunque, ritenersi a essi, nella sostanza, precluso.

(20) Nella prassi viene individuata quale *reverse solicitation* o *reverse enquiry* la richiesta, autonoma e non sollecitata, rivolta da un investitore ad una società prodotta o ad un prestatore di servizi, di sottoscrizione dei relativi prodotti o dei servizi. In altri termini, la *reverse solicitation* individua una modalità di offerta di servizi finanziari/bancari effettuata da parte di un determinato soggetto in assenza di qualsivoglia attività d'offerta, di sollecitazione o anche solo promozionale da parte del prestatore di servizi; il tema è emerso anche nel corso della consultazione sul Regolamento sulla Gestione Collettiva: cfr. p. 11 del documento

contenente il resoconto della consultazione, reperibile in www.bancaditalia.it.

(21) E. Guffanti - P. Sanna, cit.

(22) Direttiva 2011/61/UE

(23) È quindi nel contesto dell'offerta delle quote del FIA che deve leggersi il considerando n. 70 in tema di *reverse solicitation*: "La presente direttiva non dovrebbe pregiudicare la situazione attuale, in cui un investitore professionale stabilito nell'Unione può investire in FIA di propria iniziativa, a prescindere da dove sia stabilito il GEFIA e/o il FIA".

(24) Cfr. P. Sfamini - A. Giannelli, *Op. cit.*, loc. cit.

Anche per questi soggetti è, però, possibile erogare finanziamenti a prenditori residenti in Italia ove - effettivamente e concretamente - l'attività di erogazione abbia luogo al di fuori del nostro Paese, venendo così meno il presupposto territoriale per l'applicazione della riserva di legge. In tale ipotesi, si dovrebbe comunque valutare attentamente lo schema operativo e le concrete modalità attuative, in considerazione della nota giurisprudenza in tema di riserva di attività finanziaria a mente della quale, ai fini della violazione dell'art. 132 c.p., non è necessaria la attuale sussistenza di un'attività di concessione di finanziamenti svolta nel nostro Paese in forma continuativa e professionale né l'istituzione e l'utilizzo di una stabile struttura organizzativa (25) (e che per tale via perviene alla conclusione che anche un singolo finanziamento possa travalicare i confini della riserva di attività finanziaria (26)) (27).

Conclusioni

In conclusione, la valutazione della disciplina in commento può essere positiva nella misura in cui assolve(rà) la funzione dichiarata di aprire il mercato del credito ad operatori che prima ne erano esclusi al fine di veicolare maggiori fondi verso le imprese italiane.

In questo senso, appare di particolare rilievo l'interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in relazione all'estensione del perimetro applicativo delle norme

in materia di fondi di credito anche all'operatività sul mercato secondario, che pare rendere più onerosa la possibilità per i FIA UE di operare in Italia.

L'estensione operata in via interpretativa, seppur non vincolante, dalla Vigilanza in relazione al campo di applicazione della norma, pare, infatti difficile da condividere, oltre che in ragione di quanto sopra evidenziato, anche se letta con riferimento ad altri tipi di operatività analoga.

In questo senso, basti pensare alla possibilità per gli Oicr UE (non di credito) di acquistare crediti sottostanti a portafogli cartolarizzati tramite la sottoscrizione di titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione istituiti ai sensi della L. n. 130/1999. Ciò, soprattutto ora che, ai sensi dell'art. 2, comma 4 bis, della stessa legge espressamente oggi si prevede che i titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione possano essere sottoscritti anche da un singolo investitore (ancorché "qualificato"). L'identità economica delle due operazioni è quindi evidente in tal caso, posto che il sottoscrittore può ottenere la proprietà, per quanto indiretta, del portafoglio di crediti.

In tale prospettiva, non appare ragionevole ritenere che il FIA UE possa investire liberamente in titoli rappresentativi di crediti emessi da un SPV ex L. n. 130/1999 (e quindi, di fatto, in crediti in via "mediata") e debba invece essere autorizzato ove intenda acquisire i crediti direttamente.

(25) Cass. Pen., Sez. II, 13 dicembre 2013, n. 51744.

(26) Cfr., da ultimo, Cass. Pen., Sez. II, 10 giugno 2009, n. 29500.

(27) Sul punto da ultimo, V. Troiano, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in F. Capriglione (a cura di) *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2016.