



## ATTUALITÀ

### GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

12/06/2020

## FIA riservati: le novità della consultazione del MEF sui limiti alla partecipazione

di Francesco Di Carlo, FiveLex Studio Legale

Lo scorso 4 giugno il MEF ha avviato una consultazione pubblica (che si concluderà il 3 luglio) in relazione alla proposta di modifica dell'art. 14 del DM 30/2015, che regola i fondi di investimento alternativi (FIA) riservati. Le modifiche riguardano i limiti alla partecipazione ai FIA riservati. La proposta di modifica è motivata dal fatto che *"Da tempo è avvertita la necessità di un intervento di revisione delle soglie di ingresso nei Fia italiani riservati, per consentire l'accesso a queste forme di investimento alternativo ad una platea di clientela retail più ampia, con patrimoni di medie/grandi dimensioni, disponibile ad investire nel medio/lungo periodo in asset illiquidi e in società non quotate, allo scopo di diversificare il proprio portafoglio finanziario, conseguire un rendimento apprezzabile, finanziare le imprese italiane e con esse la ripresa economica del Paese"* (fonte sito MEF – Dipartimento Tesoro).

La previsione attualmente contenuta nell'art. 14 del DM 30/2015 limita la partecipazione ai FIA riservati a investitori professionali (comma 1), a investitori non professionali che sottoscrivano quote o azioni dell'OICR per un importo complessivo non inferiore a 500.000 euro (comma 2) nonché a componenti dell'organo di amministrazione e dipendenti del gestore (anche non professionali) senza soglie minime di investimento (comma 4). In considerazione del fatto che il FIA riservato è (o, per lo meno, si presume) caratterizzato da un profilo di rischio maggiore – in quanto rispetto ad esso non trovano applicazione le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati – e che è altresì caratterizzato da minori controlli – dato che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia, ferma restando la regolamentazione e la vigilanza sul relativo gestore – la *ratio* della norma è di riservare la partecipazione al fondo (i) a soggetti (tanto i professionali di diritto, che quelli su richiesta) che, per esperienza, conoscenze e competenza, siano in grado di assumere consapevolmente la scelta di investire nonché (ii) a soggetti che, in ragione della capacità finanziaria, si presume abbiano una maggiore capacità di sopportare le perdite derivanti dall'investimento e siano quindi caratterizzati da una minor esigenza di tutela. Al fine di evitare aggiramenti dei limiti di partecipazione ai FIA riservati, la norma prevede, da un lato, che la partecipazione minima di 500.000 euro non sia frazionabile (art. 14, comma 2) e, dall'altro lato, che *"le quote o 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, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento o nello statuto del FIA"* (comma 7).

Nella transizione dalle precedenti categorie dei fondi riservati e dei fondi speculativi di cui agli artt. 15 e 16 del DM 228/99, gli "strumenti" individuati dall'art. 14 del DM 30/2015 per contenere la diffusione dei FIA riservati sono stati, di fatto, mutuati da quelli previsti dalla normativa previgente: la partecipazione ai "fondi riservati" di cui all'art. 15 del DM 228/99 era infatti limitata agli "investitori qualificati", mentre l'art. 16 del medesimo decreto stabiliva una soglia minima di investimento pari inizialmente a 1 milione di euro in "fondi speculativi", poi ridotta a 500.000 euro (oltre ad un numero massimo di partecipanti a ciascun fondo ed al divieto di sollecitazione all'investimento con riguardo alle relative quote).

Con la proposta di modifica dell'art. 14 del DM 30/2015 si ipotizza di estendere la partecipazione ai FIA riservati – oltre che agli investitori professionali, ai non professionali che investano almeno 500.000 euro nel FIA e ad amministratori e dipendenti del gestore – a:

- investitori non professionali con investimento minimo non inferiore a 100.000 euro (sempre non frazionabile) a condizione che l'investimento sia contenuto entro il limite di concentrazione del 10% del proprio portafoglio finanziario (definito come *"valore complessivo del portafoglio in strumenti finanziari, inclusi i depositi bancari, e in prodotti di investimento assicurativi, disponibile presso il medesimo intermediario o gestore"*) e che l'investimento sia effettuato *"nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti"*;
- "soggetti abilitati che sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafoglio, per conto di investitori non professionali", in questa ipotesi senza limiti minimi di investimento. Coerentemente, viene proposta la modifica del comma 7 dell'art. 14 del DM 30/2015, eliminando dal divieto di collocare, rimborsare o rivendere le quote o azioni di FIA riservati a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento o nello statuto del FIA le parole *"direttamente o nell'ambito del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lett. d) del TUF"*.

Sin dall'emanazione delle prime norme in materia di fondi speculativi, gli operatori auspicavano in (ulteriori) riduzioni della soglia minima di investimento, a prescindere dalle modalità di investimento in parti di tali OICR, e tale auspicio era stato rinnovato dall'industria a seguito dell'introduzione della nuova categoria dei FIA riservati, anche in considerazione dell'assenza di limiti analoghi con riguardo a fondi aventi la medesima natura istituiti in altri Paesi, anche all'interno della UE. Differenze, queste, rese possibili dal fatto che l'AIFMD contiene norme armonizzate con riguardo ai gestori di FIA, ma non ai FIA.

La proposta di riduzione è ora in consultazione, ma la riduzione o l'eliminazione di soglie minime non sono generalizzate: soglie minori sono previste laddove l'investimento in FIA riservati sia effettuato nell'ambito della prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli e, quindi, con l'intervento di intermediari abilitati e – in ragione dei servizi prestati – con l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza dell'investimento. Considerata la *ratio* della norma sopra ricordata, questo approccio ha senso: il contenimento degli investitori *eligible* attraverso una più elevata soglia minima di investimento viene infatti sostituito da una diversa forma di tutela, consistente nel coinvolgimento di un operatore istituzionale che supporti l'investitore nell'assunzione della scelta di investimento o, con riguardo alla gestione di portafogli, si sostituisca al cliente assumendo direttamente e discrezionalmente la scelta di investimento su mandato del cliente, in entrambi i casi sotto l'egida delle regole di condotta applicabili alla prestazione dei due servizi di investimento.

Anche avuto riguardo ai quesiti formulati nell'ambito della consultazione pubblica, due profili meritano una riflessione.

La soglia minima di investimento, pari a 100.000 euro, prevista per gli investimenti effettuati nell'ambito del servizio di consulenza potrebbe effettivamente essere eliminata, mantenendo esclusivamente il limite massimo di concentrazione del 10% e, al più, limitando altresì la possibilità di investimento a chi sia titolare di un patrimonio non inferiore ad una determinata soglia: un simile approccio consentirebbe all'investitore di allocare un minor ammontare di denaro su un *asset* considerato maggiormente rischioso, a parità di livello di concentrazione massimo dell'investimento nel FIA riservato. Con riguardo alla gestione, l'eliminazione della soglia minima di investimento troverebbe, inoltre, la propria ragione nella circostanza che l'investimento nel FIA riservato verrebbe deciso discrezionalmente da un soggetto professionale di diritto, certamente in grado di assumere una scelta di investimento a valle di una piena comprensione del prodotto e, quindi, in modo consapevole.

La definizione di "portafoglio finanziario" contenuta nella proposta di modifica dell'art. 14 rischia di consentire l'accesso ai FIA riservati solo per il tramite di intermediari presso i quali il cliente abbia allocato un significativo patrimonio in consulenza (almeno 1 milione di euro), penalizzando altri intermediari e, specialmente, i gestori che commercializzano direttamente i propri FIA riservati prestando (soltanto) in tale ambito il servizio di consulenza. Va, infatti, considerato che le SGR che gestiscono FIA riservati di *private equity*, di *venture capital* o di *real estate*, che includono peraltro più gestori sotto-soglia, spesso commercializzano un unico OICR per volta e non prestano un servizio di consulenza avente ad oggetto prodotti diversi da quelli *captive*. È quindi inverosimile che – anche laddove il gestore presti il servizio di consulenza nell'ambito della commercializzazione diretta dei fondi gestiti – l'investimento rappresenti al più il 10% del patrimonio personale "*disponibile presso il gestore*". È corretto tutelare il cliente attraverso il servizio di consulenza e le regole di condotta ad esso applicabile, ma andrebbero evitati effetti collaterali quali limitare la possibilità di investimento a clienti che abbiano conferito mandati di consulenza su patrimoni particolarmente rilevanti così come portare i gestori a "spingere" i propri FIA riservati attraverso i consulenti, con effetti distorsivi sulla natura della consulenza in materia di investimenti. Andrebbero valutate soluzioni alternative, ad esempio, ipotizzando di consentire l'investimento – sempre transitando dal servizio di consulenza – entro il limite di concentrazione del 10% calcolato, tuttavia, rispetto al portafoglio di investimenti complessivamente detenuto dal cliente presso uno o più consulenti e/o gestori, la cui consistenza potrebbe essere agevolmente verificata sulla base di attestazioni e documentazione prodotti dall'investitore, in modo analogo a quanto gli intermediari sono chiamati a fare per verificare la sussistenza dei requisiti quantitativi per la classificazione di un cliente come professionale su richiesta.

Peraltro, l'attuale formulazione del comma 2-bis non appare coordinata con il comma 2, dato che si fa riferimento al patrimonio disponibile presso il "medesimo" intermediario (coerentemente con la lett. *b*) del comma 2, si riterrebbe il medesimo che presta il servizio di consulenza) o gestore quando, tuttavia, la lett. *c*) che tratta l'investimento nell'ambito della gestione di portafogli non contiene alcun riferimento al portafoglio finanziario ed al limite del 10%.

Copyright Dirittobancario.it