

**via posta elettronica**

13 maggio 2011

Spett.le **Dipartimento del Tesoro**  
**Ministero dell'Economia e delle Finanze**  
Sistema Bancario e Finanziario – Affari Legali

*Alla cortese attenzione di*

Stefano Cappiello  
stefano.cappiello@tesoro.it

Antonella Rossi  
antonella.rossi@tesoro.it

**Documento per la Consultazione in materia di Fondi Comuni di Investimento.**

Spettabile Dipartimento del Tesoro,

nell'ambito della proposta consultazione indicata in oggetto, con la presente inviamo in allegato i nostri commenti allo *Schema di regolamento attuativo dell'articolo 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento*, diffuso sul sito di Codesto Spettabile Dipartimento del Tesoro.

Cogliamo l'occasione per ringraziare Codesto Dipartimento e sottolineare il nostro apprezzamento per l'opportunità concessa di rappresentare i nostri commenti.

Come noterete, gran parte di essi sono ispirati all'esigenza di assicurare che il quadro normativo italiano tenga in debita considerazione le istanze della migliore prassi internazionale.

Tale ispirazione alla prassi internazionale, peraltro, è un portato del nostro desiderio che l'istituto del fondo comune d'investimento possa essere uno strumento di competitività del mercato italiano che non abbia nulla da invidiare ai veicoli equivalenti utilizzati in altre giurisdizioni, attraverso il giusto temperamento tra le esigenze di flessibilità contrattuale ed i presidi di garanzia che assicurano ai fondi italiani uno speciale riguardo sul mercato.

Saremo naturalmente a disposizione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle nostre osservazioni.

Cordiali saluti.

Dante Leone

## MEMORANDUM

α: Dipartimento del Tesoro – Sistema Bancario e Finanziario-Affari Legali

da: Barbara Braghiroli, Silvio Cavallo, Dante Leone

data: 13 maggio 2011

**Commenti alle Proposte di Modifica al *Regolamento attuativo dell'articolo 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento (il “Regolamento”)***

### **Articolo 1, comma 1, lettera *h-ter*, Regolamento Definizioni**

#### CONTROLLO CONGIUNTO:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre la seguente definizione di “controllo congiunto” all’articolo 1, lettera *h-ter* del Regolamento, da utilizzarsi nel contesto della verifica del requisito della pluralità dei partecipanti al fondo, come disciplinato nel nuovo articolo 3-*bis* del Regolamento:

““*controllo congiunto*”: la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un’attività economica”.

#### **COMMENTO:**

Riteniamo poco efficiente l’inserimento di una nuova definizione, poiché le previsioni dell’articolo 23 del decreto legislativo n. 385 del 1993 – richiamate alla successiva lettera *h-quater* dell’articolo 1, comma 1 del Regolamento – sono di per sé sufficientemente ampie da assorbire anche le fattispecie che si vorrebbe includere nella proposta nozione di “controllo congiunto”.

Inoltre, da un punto di vista sistemico, riteniamo che l’introduzione nel nostro ordinamento di una definizione generale in materia di controllo congiunto, da utilizzarsi con esclusivo riferimento ai fondi comuni di investimento - e per di più solo ai fini della determinazione del collegamento tra partecipanti - non sia auspicabile, dato che rischierebbe di alimentare incertezze nell’interpretazione ed

applicazione di un quadro regolamentare già abbastanza complesso.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di eliminare la seguente lettera *h-ter*:

~~“*h-ter*) “controllo congiunto”: la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un’attività economica”.~~

\* \* \*

**Articolo 1, comma 1, lettera *h-quater*, punto *c* del Regolamento  
Definizioni**

**PARTECIPANTI COLLEGATI:**

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre la definizione di “partecipanti collegati” al fine della verifica del requisito della pluralità dei partecipanti al fondo, come disciplinato nel nuovo articolo 3-*bis* del Regolamento. La definizione sopra citata individua una serie di situazioni nelle quali si ritiene che due o più partecipanti al fondo debbano essere considerati “collegati” e computati dunque come se fossero un singolo investitore nel fondo. In particolare, tra le situazioni elencate è presente il seguente punto *c*, che richiama i precedenti *a* e *b*:

“*“partecipanti collegati”*: si intendono i partecipanti al fondo, persone fisiche o giuridiche, che:

*a) sono legati da un rapporto di controllo diretto o indiretto; per controllo, si intende il rapporto di controllo indicato nell’art. 23 del TUB e il controllo congiunto;*

*b) sono controllati da uno stesso soggetto;*

*c) sono componenti degli organi di amministrazione e di controllo di uno dei soggetti di cui ai punti a) e b)”.*

**COMMENTO:**

Nel commentare questa disposizione è doverosa una riflessione di carattere preliminare. Poiché il requisito della pluralità dei partecipanti è essenziale ai fini dell’operatività stessa del fondo, riteniamo necessario che l’individuazione delle fattispecie di “collegamento” – che impongono la considerazione di due o più soggetti quali investitore singolo, ai fini del summenzionato requisito – sia quantomai accurata e meccanica.

A questo proposito, riteniamo che la nozione dell’articolo 23 del TUB, nella parte

in cui si riferisce al controllo “*nella forma dell'influenza dominante*”, possa dare adito a frequenti situazioni di incertezza applicativa.

\* \* \*

La scelta di includere tra i soggetti che rientrano nella definizione di “partecipanti collegati” coloro i quali svolgono funzioni di amministrazione e controllo di uno dei soggetti *sub* punti *a* e *b* risulta eccessivamente comprensiva, e assolutamente inusuale nel nostro ordinamento. L’assunzione di incarichi di amministrazione o di controllo nella medesima persona giuridica o in persone giuridiche ritenute collegate ai sensi dei punti *a* e *b* della medesima lettera *h-quater* non può essere sufficiente ad inferire l’esistenza di un collegamento tra i soggetti che ricoprono tali incarichi.

D’altronde, considerando che vi sono persone che siedono negli organi di amministrazione o controllo di svariate entità, si attrarrebbero nel campo di applicazione della norma fattispecie che nulla hanno a che vedere con la *ratio* che l’ha ispirata – il fenomeno è talmente diffuso che lo stesso legislatore ha avvertito l’esigenza di arginarlo, introducendo le disposizioni di cui all’articolo 148-*bis* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che limitano il cumulo degli incarichi negli organi di amministrazione e controllo di società quotate o con azioni diffuse tra il pubblico. Inoltre, soprattutto in relazione ai fondi con numerosi sottoscrittori, la verifica del requisito della pluralità rappresenterebbe una sorta di *probatio diabolica*.

Inoltre, dal punto di vista pratico, così come in altri casi che saranno meglio dettagliati *infra*, per adempiere alla verifica del collegamento ai sensi del punto *c* della lettera *h-quater*, occorrerebbe, durante la fase di costituzione del fondo e, successivamente ad essa, con scadenza quantomeno periodica, divulgare a ciascun sottoscrittore i nominativi di tutti gli altri effettivi o potenziali investitori nel fondo, ed ottenere informazioni sugli incarichi dai medesimi ricoperti in qualsivoglia persona giuridica, di modo da consentire la verifica dell’assenza di “collegamenti”.

Risulta francamente difficile immaginare come tale meccanismo, soprattutto con riguardo alla moltitudine dei partecipanti in alcune tipologie di fondi, possa essere attuato nella pratica.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare la lettera *h-quater*, punti *a*, *b* e *c* come segue:

“*“partecipanti collegati”*: si intendono i partecipanti al fondo, persone fisiche o giuridiche, che:

a) sono legati da un rapporto di controllo diretto o indiretto; per controllo, si intende il rapporto di controllo indicato nell’art. 23, comma 1, del TUB-~~e~~ ~~il controllo congiunto~~;

b) sono controllati da uno stesso soggetto;

~~e) sono componenti degli organi di amministrazione e di controllo di uno dei soggetti di cui ai punti a) e b)~~".

\* \* \*

## **Articolo 1, comma 1, lettera h-quater, punto f del Regolamento Definizioni**

### PARTECIPANTI COLLEGATI:

Come già discusso, il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre la definizione di "partecipanti collegati". Nell'elenco di situazioni che fanno ritenere tali due o più soggetti, si prevede anche la circostanza di cui al seguente punto *f*:

*"partecipanti collegati": si intendono i partecipanti al fondo, persone fisiche o giuridiche, che: [...]*

*f) sono legati da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura professionale o patrimoniale o di altra natura, compresa quella familiare, tali da condizionare la loro autonomia e indipendenza decisionale in relazione alla partecipazione al fondo".*

### **COMMENTO:**

La previsione contenuta nel punto *f* appare, anzitutto, eccessivamente ampia. Non vediamo, infatti, per quale motivo rapporti continuativi di consulenza e di prestazione d'opera retribuita siano considerati, di per sé e senza ulteriori specificazioni, fattispecie tali da inficiare la "autonomia e indipendenza decisionale in relazione alla partecipazione al fondo", giusto il canone desumibile dalla clausola residuale di collegamento di cui alla disposizione in parola.

Per ciò che riguarda i rapporti di consulenza, riteniamo che requisito minimo affinché essi possano essere considerati rilevanti ai fini della nozione di partecipanti collegati sia il carattere esclusivo dei medesimi. Solo in questo caso sarebbe possibile rintracciare una relazione sufficientemente forte e stabile da giungere a collegare due o più partecipanti ad un fondo.

Per ciò che concerne, invece, l'attività di prestazione d'opera, siamo convinti che essa debba essere espunta dall'ambito di applicazione della norma. Per motivare il nostro orientamento ci pare sufficiente evidenziare come, secondo l'attuale lettura della disposizione in parola, soggetti quali commercialisti, avvocati o revisori contabili (tutti peraltro vincolati a specifici obblighi di autonomia e indipendenza nello svolgimento delle proprie attività professionali dalle regole deontologiche dei rispettivi ordini di appartenenza) potrebbero essere considerati "collegati" alle

persone fisiche o giuridiche in favore delle quali prestano la propria attività professionale.

Inoltre, il criterio di collegamento residuale fondato su “*altri rapporti di natura professionale o patrimoniale o di altra natura, compresa quella familiare*” presenta contorni talmente incerti che rischia di assumere i significati più disparati. Peraltro, la specificazione secondo la quale tali rapporti devono essere “*tali da condizionare la [...] autonomia e indipendenza decisionale in relazione alla partecipazione al fondo*” dei soggetti partecipanti, lungi dal contribuire a chiarire i contorni della disposizione, alimenta ulteriori perplessità. E porrebbe le società di gestione prima di tutto, nonché poi le banche depositarie ed i responsabili delle funzioni di *compliance* e controllo interno, in una situazione di grande incertezza.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, suggeriamo di rimodulare il punto *f* come segue:

““*partecipanti collegati*”: si intendono i partecipanti al fondo, persone fisiche o giuridiche, che: [...]”

*f) sono legati da un rapporto di lavoro subordinato o da un rapporto continuativo ed esclusivo di consulenza, ~~retribuita, ovvero da altri rapporti di natura professionale o patrimoniale o di altra natura, compresa quella familiare,~~ tali da condizionare la loro autonomia e indipendenza decisionale in relazione alla partecipazione al fondo”.*

\* \* \*

**Articolo 3-bis, comma 1, 3 e 4 del Regolamento  
Pluralità di Partecipanti al Fondo**

PLURALITÀ:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-bis, comma 1, comma 3 e comma 4:

*“1. Il fondo è raccolto tra una pluralità di partecipanti quando i primi tre partecipanti, per dimensione della partecipazione, non detengono più di due terzi delle quote del fondo. I partecipanti collegati sono considerati come un unico partecipante. [...]”*

*3. Il requisito della pluralità è altresì rispettato quando almeno il 50% delle quote del fondo è detenuto da uno o più dei seguenti partecipanti:*

*a) lo Stato italiano o una società da esso controllata;*

*b) un ente pubblico territoriale italiano;*

*c) uno Stato estero, un ente o un organismo internazionale costituito in base ad accordi resi esecutivi in Italia ovvero una banca centrale o un organismo che gestisce le riserve ufficiali dello Stato;*

*d) una forma di previdenza complementare, italiana od estera, soggetta a forme di vigilanza prudenziale;*

*e) un ente previdenziale che gestisce forme di previdenza obbligatoria, italiano od estero;*

*f) un'impresa di assicurazione italiana o estera soggetta a forme di vigilanza prudenziale, limitatamente all'investimento delle riserve tecniche di cui all'articolo 3, commi 1 e 2, del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173;*

*g) un organismo di investimento collettivo del risparmio italiano od estero, il cui gestore sia soggetto a forme di vigilanza prudenziale, che abbia più di 100 partecipanti;*

*h) un veicolo di investimento, costituito in forma societaria, integralmente posseduto da uno o più soggetti indicati nelle lettere precedenti.*

*4. Nel caso in cui il fondo sia destinato esclusivamente alla realizzazione di un interesse avente carattere pubblico, individuato da un atto legislativo statale o regionale, il requisito della pluralità è rispettato quando almeno il 20% delle quote del fondo sono detenute dai seguenti soggetti:*

*a) lo Stato italiano;*

*b) un ente pubblico territoriale italiano;*

*c) uno Stato estero, un ente o un organismo internazionale costituito in base ad accordi resi esecutivi in Italia ovvero una banca centrale o un organismo che gestisce le riserve ufficiali dello Stato;*

*d) un veicolo di investimento, costituito in forma societaria, controllata dai soggetti di cui alle lettere precedenti;*

*e) un organismo di investimento collettivo del risparmio italiano od estero in cui uno dei soggetti di cui alle lettere precedenti detiene almeno il 40% delle quote”.*

**COMMENTO:**

Sebbene si comprendano le difficoltà di Codesto Dipartimento del Tesoro di costruire – entro i rigidi confini disegnati dal decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 – una disciplina in materia di pluralità di partecipanti coerente ed adeguata a tutte le diverse tipologie di fondi comuni di investimento, dobbiamo dissentire con le determinazioni adottate da Codesto Dipartimento del Tesoro nelle disposizioni in commento.

Anzitutto, riteniamo che la proposta frazione dei due terzi delle quote del fondo

quale criterio di misurazione della pluralità dei partecipanti si spinga ben oltre il limite necessario a garantire la compatibilità del quadro regolamentare italiano con le esigenze del mercato. Siamo convinti che un tale limite possa al contrario allontanare operatori italiani e stranieri dall'utilizzo dell'istituto giuridico del fondo comune italiano, spingendoli verso strumenti esteri. Segnaliamo, infatti, che un requisito percentuale così stringente non è previsto per alcuno degli istituti esteri – quali *limited partnership* inglesi, scozzesi o statunitensi, *fonds commun de placement* francesi o lussemburghesi, *sicav* lussemburghesi, *besloten vennootschap* o *coöperatie u.a.* olandesi o *fondo de capital riesgo* spagnoli – ai quali può essere accostato l'istituto del fondo comune italiano.

Suggeriamo, dunque, un innalzamento della frazione sopra menzionata al livello dei tre quarti delle quote del fondo, ed il restringimento del novero di partecipanti minimi entro quel livello al numero di due. Ciò, anche per tenere conto della realtà di talune tipologie di fondo comune (ad esempio, fondi di *private equity* e *hedge fund*) in cui, a volte, quote molto significative sono detenute da un ristretto numero di investitori, che tuttavia nulla hanno a che spartire con le derive elusive dei c.d. “fondi veicolo” che, è bene ricordarlo, hanno motivato l'intervento legislativo di cui si discute.

Per ciò che concerne il comma 3 della disposizione in parola, inoltre, ci pare ragionevole ritenere che la partecipazione non *de minimis* al fondo di uno solo degli investitori ivi elencati sia di per sé sufficiente, considerate le caratteristiche dei medesimi, ad assicurare che il fondo sia “plurale”, indipendentemente dal numero e dalle caratteristiche degli altri investitori. Abbiamo suggerito un corrispondente abbassamento percentuale anche al comma 4.

Infine, abbiamo ritenuto opportuno riformulare la lettera *f* del comma 3, eliminando, in relazione alle imprese di assicurazione italiane o straniere, il riferimento alla disciplina delle riserve tecniche, dato che in sede di sottoscrizione non è sempre agevole identificare quale porzione del patrimonio dell'impresa di assicurazione italiana o estera viene investito nel fondo.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare il comma 1, il comma 3 e il comma 4 dell'articolo 3-*bis* nel modo che segue:

“1. Il fondo è raccolto tra una pluralità di partecipanti quando i primi ~~due~~<sup>tre</sup> partecipanti, per dimensione della partecipazione, non detengono più di ~~due terzi~~<sup>tre quarti</sup> delle quote del fondo. I partecipanti collegati sono considerati come un unico partecipante.

3. Il requisito della pluralità è altresì rispettato quando almeno il ~~50~~<sup>52</sup>% delle quote del fondo ~~è sono~~ detenute da uno o più dei seguenti partecipanti: [...]

*f)* un'impresa di assicurazione italiana o estera soggetta a forme di vigilanza prudenziale, ~~limitatamente all'investimento delle riserve tecniche di cui all'articolo 38, commi 1 e 2, del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173;~~ [...]



4. Nel caso in cui il fondo sia destinato esclusivamente alla realizzazione di un interesse avente carattere pubblico, individuato da un atto legislativo statale o regionale, il requisito della pluralità è rispettato quando almeno il 20% delle quote del fondo sono detenute dai seguenti soggetti: [...]”.

\* \* \*

### **Articolo 3-bis, comma 2 del Regolamento Pluralità di Partecipanti al Fondo**

#### BENEFICIARIO EFFETTIVO:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-bis, comma 2:

*“Ai fini della verifica del requisito previsto nel comma 1 la partecipazione al fondo è imputata ai beneficiari effettivi del risultato di gestione del medesimo, in misura proporzionale all’entità patrimoniale della loro partecipazione, nel caso in cui la partecipazione sia detenuta direttamente da un organismo di investimento collettivo del risparmio italiano o estero il cui gestore sia soggetto a forme di vigilanza prudenziale, o indirettamente tramite un veicolo di investimento, costituito in forma societaria, integralmente posseduto da uno o più di tali organismi”.*

#### **COMMENTO:**

Proponiamo di chiarire meglio la definizione di beneficiario effettivo, attraverso il richiamo alla definizione di “titolare effettivo” contenuta nel decreto legislativo del 21 novembre 2007, n. 231 in materia di anti-riciclaggio. Inoltre, non comprendiamo per quale ragione si faccia riferimento ad un veicolo di investimento costituito necessariamente in forma societaria. Infine, riteniamo sia prudente allargare il novero agli organismi di vigilanza che siano soggetti essi stessi a vigilanza prudenziale (ad esempio, nei casi in cui non vi sia un gestore terzo, come per alcune *sicav* lussemburghesi o irlandesi, alcune forme di *limited partnership* o *société en commandite simple* inglesi o lussemburghesi e altri simili veicoli).

#### **PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare il comma 2 dell’articolo 3-bis nel modo che segue:

*“Ai fini della verifica del requisito previsto nel comma 1 la partecipazione al fondo è imputata ai beneficiari titolari effettivi del risultato di gestione del medesimo, ai sensi della definizione contenuta nel decreto legislativo del 21 novembre 2007 n. 231, in misura proporzionale all’entità patrimoniale della loro partecipazione, nel*

caso in cui la partecipazione sia detenuta direttamente da un organismo di investimento collettivo del risparmio italiano o estero che sia soggetto (o il cui gestore sia soggetto) a forme di vigilanza prudenziale, o indirettamente tramite uno o più veicoli veicolo di investimento, di cui siano titolari effettivi per più del 50%, ~~costituito in forma societaria, integralmente posseduto da~~ uno o più di tali organismi”.

\* \* \*

### **Articolo 3-bis, comma 5 del Regolamento Pluralità di Partecipanti al Fondo**

#### RISPETTO DELLE DISPOSIZIONI:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-bis, comma 5:

*“Il rispetto delle disposizioni previste nei commi 1, 2, 3 e 4 è assicurato in via continuativa. Per i fondi chiusi è verificato per la prima volta alla data di chiusura del periodo di sottoscrizione o, se posteriore, al termine dell’offerta al pubblico delle quote del fondo, che deve avvenire entro 6 mesi dalla chiusura del periodo di sottoscrizione e chiudersi nei successivi 6 mesi”.*

#### **COMMENTO:**

Intendiamo che Codesto Dipartimento del Tesoro ha introdotto, per ciò che riguarda i fondi chiusi, un termine di sei mesi per il completamento dell’offerta al pubblico delle quote del fondo, decorrente dalla data di chiusura del periodo di sottoscrizione.

Senza entrare nel merito della modifica proposta riteniamo che, per motivazioni di ordine sistematico, non sia corretto inserire questa previsione nell’articolo 3-bis, in materia di “*Pluralità di Partecipanti*”, e che sia invece più appropriato inserirla nell’articolo 14, in materia di “*Modalità di partecipazione ai fondi chiusi*”.

#### **PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce di tale considerazione, proponiamo di modificare il comma 5 dell’articolo 3-bis nel modo che segue:

*“Il rispetto delle disposizioni previste nei commi 1, 2, 3 e 4 è assicurato in via continuativa. Per i fondi chiusi è verificato per la prima volta alla data di chiusura del periodo di sottoscrizione o, se posteriore, al termine dell’offerta al pubblico delle quote del fondo, ~~che deve avvenire entro 6 mesi dalla chiusura del periodo di sottoscrizione e chiudersi nei successivi 6 mesi~~”.*

Di converso, proponiamo di modificare l’ultima parte del comma 2 dell’articolo 14

nel modo che segue:

*“[...] Il regolamento del fondo disciplina le modalità concernenti le emissioni successive alla prima. L’eventuale offerta al pubblico delle quote del fondo deve avvenire entro 6 mesi dalla chiusura del periodo di sottoscrizione e chiudersi nei successivi 6 mesi”.*

\* \* \*

### **Articolo 3-bis, comma 6 del Regolamento Pluralità di Partecipanti al Fondo**

#### RIPRISTINO DELLA PLURALITÀ DEI PARTECIPANTI:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-bis, comma 6:

*“La SGR che amministra i rapporti con i partecipanti al fondo verifica il rispetto delle disposizioni del presente articolo. Al fine di consentire alla SGR di effettuare la verifica i partecipanti al fondo sotto la propria responsabilità sono tenuti a rendere alla SGR le pertinenti dichiarazioni. I regolamenti dei fondi prevedono le modalità con le quali i partecipanti informano la SGR circa i trasferimenti di proprietà delle quote al fine consentire alla SGR medesima di verificare il rispetto delle disposizioni di cui ai precedenti commi 1, 2, 3 e 4. Ove per qualunque causa vengano a mancare le condizioni di cui ai commi 1, 2, 3 e 4 la SGR ha sei mesi di tempo per ripristinare la pluralità, decorsi i quali il fondo viene posto in liquidazione”.*

#### **COMMENTO:**

Ci preme rilevare che il periodo di sei mesi concesso alla società di gestione per ripristinare la pluralità dei partecipanti nel fondo è decisamente troppo breve. Sugeriamo pertanto di estenderlo perlomeno a dodici mesi, prorogabili, ove le circostanze lo giustificano e previa autorizzazione della Banca d’Italia, per ulteriori dodici mesi. Sugeriamo infine di introdurre una clausola di flessibilità soggetta all’autorizzazione della Banca d’Italia.

L’ingresso di nuovi investitori in un fondo comune d’investimento, soprattutto ove si tratti di fondi alternativi chiusi, è spesso un procedimento molto lungo e laborioso, per completare il quale spesso occorrono ben più dei sei mesi prescritti dalla norma in commento.

Come chiaro esempio della rigidità della disposizione in parola, si pensi all’ipotesi dell’inadempimento di uno dei partecipanti (ad esempio, inadempiente rispetto al pagamento di una richiesta di versamento da parte del fondo) nella fase iniziale dell’operatività del fondo. L’ipotesi non ci pare inverosimile, soprattutto a seguito

delle recenti turbolenze finanziarie a livello globale. Solitamente, in casi simili, la quota dell'investitore inadempiente viene offerta agli altri investitori, al fine di rimediare prontamente al *default* e permettere al fondo di continuare senza interruzioni o problemi la propria strategia e le proprie scelte di investimento. Se però l'operare delle regole sulla pluralità impedisse l'adozione della soluzione sopra descritta, ed all'orizzonte non vi fosse alcun nuovo soggetto interessato ad un rapido investimento, fatichiamo ad immaginare quale strada potrebbe un gestore ragionevolmente percorrere in alternativa alla liquidazione del fondo. In relazione a casi come quello appena descritto, ci sembra doveroso introdurre meccanismi di temperamento della rigidità della norma, sottoponendo alla Banca d'Italia la valutazione circa l'idoneità delle ragioni addotte a giustificazione della proroga.

Inoltre, per esigenze di chiarezza, nel testo di questo comma 6 andrebbe specificato che il periodo di sei mesi comincia a decorrere dal momento in cui la società di gestione viene a conoscenza del venir meno del requisito della pluralità dei partecipanti al fondo.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

*“La SGR che amministra i rapporti con i partecipanti al fondo verifica il rispetto delle disposizioni del presente articolo. Al fine di consentire alla SGR di effettuare la verifica i partecipanti al fondo sotto la propria responsabilità sono tenuti a rendere alla SGR le pertinenti dichiarazioni. I regolamenti dei fondi prevedono le modalità con le quali i partecipanti informano la SGR circa i trasferimenti di proprietà delle quote al fine consentire alla SGR medesima di verificare il rispetto delle disposizioni di cui ai precedenti commi 1, 2, 3 e 4. Ove per qualunque causa vengano a mancare le condizioni di cui ai commi 1, 2, 3 e 4 la SGR ha ~~sei mesi~~ **dodici mesi** di tempo per ripristinare la pluralità dalla data in cui è venuta a conoscenza dell'evento che ha causato il venir meno del requisito della pluralità dei partecipanti nel fondo, prorogabili, ove sussistano giustificati motivi e previa autorizzazione della Banca d'Italia, per successivi dodici mesi, decorsi i quali il fondo viene posto in liquidazione, a meno di deroga concessa dalla Banca d'Italia in considerazione delle specifiche caratteristiche dei partecipanti e del patrimonio del fondo”.*

\* \* \*

**Articolo 3-*quater*, comma 2 del Regolamento  
Autonomia della SGR dai Partecipanti al Fondo**

GESTIONE OPERATIVA DEL FONDO E DEROGHE:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-*quater*, comma 2:

*“I partecipanti non possono influenzare in alcun modo la gestione operativa del fondo; in particolare ai partecipanti non può essere riconosciuto il potere di*

*autorizzare il compimento di singole operazioni di gestione del fondo, salvo quanto disposto dal comma 4. Parimenti i partecipanti non possono opporsi alla decisione degli organi della SGR di porre il fondo in liquidazione anticipata quando la prosecuzione dell'attività danneggi i diritti dei creditori del fondo, compromettendo l'integrità patrimoniale dello stesso”.*

**COMMENTO:**

Ci appare eccessivo il limite introdotto con la proposta modifica legislativa, che prevede che i partecipanti nei fondi – compresi i fondi alternativi – non possano influenzare in alcun modo la gestione operativa del fondo (ad eccezione della materia delle operazioni in conflitto di interesse, come previsto al successivo comma 4 dell'articolo 3-*quater*, per cui esprimiamo il nostro apprezzamento).

Le proposte limitazioni alla sfera di competenza dei partecipanti dei fondi alternativi non sono infatti in linea con la migliore prassi internazionale del settore, né con la regolamentazione di veicoli equivalenti in altri paesi europei o americani. Tali limitazioni, inoltre, eliminerebbero uno strumento di grande flessibilità per i fondi d'investimento italiani.

Al contrario, suggeriremmo di prevedere che i partecipanti possono concedere specifiche deroghe ai limiti stabiliti nel regolamento del fondo. In particolare, tale influenza potrebbe venire esercitata attraverso la costituzione di comitati consultivi.

Nella prassi internazionale, tali comitati sono un importante strumento di trasparenza e controllo dell'operato del gestore, nonché di modulazione delle regole del fondo in considerazione delle prospettive e condizioni del mercato.

Da un lato, i comitati tipicamente svolgono importanti attività quali gestione dei conflitti di interesse, controllo dei criteri di valutazione di investimenti di portafoglio, verifica delle spese del fondo, approvazione di persone chiave a supplemento o sostituzione di altre, riscontro dei calcoli in relazione a commissioni di gestione e di incentivo.

Dall'altro, i comitati sono spesso utilizzati anche per autorizzare deroghe a limiti (di investimento, indebitamento, durata di specifici periodi) altrimenti previsti dal regolamento del fondo.

Questo strumento di flessibilità è utilizzato correntemente nei fondi alternativi esteri che rappresentano i diretti concorrenti del fondo alternativo italiano, quali *limited partnership* inglesi, scozzesi o statunitensi, *fonds commun de placement* francesi o lussemburghesi, *sicav* o *société en commandite simple* lussemburghesi, *besloten vennootschap* o *coöperatie u.a.* olandesi o *fondo de capital riesgo* spagnoli.

Similmente, e sulla scorta dell'esperienza e prassi internazionale, i comitati dei partecipanti sono spesso utilizzati, alla luce dell'attuale regolamentazione del settore in Italia, quale strumento di deroga in un vasto numero di situazioni, anche alla luce dei mutamenti del mercato che possono occorrere durante la vita del fondo, che spesso supera i dieci anni. Ad esempio, si pensi ad un fondo che prevede un limite di

diversificazione del 10% degli impegni complessivi di investimento, superabile con l'approvazione del comitato dei partecipanti. O ad un fondo il cui gestore abbia individuato un'opportunità d'investimento solo pochi mesi dopo la fine naturale del periodo d'investimento del fondo.

Qualora tale facoltà non fosse più concessa, anche l'investimento in una società per un costo pari al 10,1% degli impegni complessivi, o subito dopo la fine del periodo di investimento, implicherebbe la modifica del regolamento, con difficoltà, tempi e costi irragionevolmente superiori a quelli attuali.

Non c'è dubbio che tali rigidità del sistema si tradurranno in uno svantaggio competitivo per il fondo italiano rispetto ai suoi concorrenti esteri.

Il giusto temperamento dell'equilibrio gestorio, soprattutto in una situazione in cui è assicurata la terzietà dei componenti del comitato, sarebbe invece raggiunto attraverso la definizione del ruolo e dei poteri dei comitati dei partecipanti durante la negoziazione iniziale del regolamento del fondo.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare il comma 2 dell'articolo 3-*quater* nel modo che segue:

*“I partecipanti non possono influenzare in alcun modo la gestione operativa del fondo. Tuttavia, per i soli fondi alternativi, è possibile la costituzione di comitati; ~~in particolare ai di~~ partecipanti ~~non ai quali~~ può essere riconosciuto il potere di autorizzare il compimento di singole operazioni in deroga ai limiti previsti dal regolamento di gestione del fondo, ~~salvo~~ anche secondo quanto disposto dal comma 4. ~~Parimenti~~ In ogni caso, i partecipanti non possono opporsi alla decisione degli organi della SGR di porre il fondo in liquidazione anticipata quando la prosecuzione dell'attività danneggia i diritti dei creditori del fondo, compromettendo l'integrità patrimoniale dello stesso”.*

\* \* \*

**Articolo 3-*quater*, comma 5 del Regolamento  
Autonomia della SGR dai Partecipanti al Fondo**

CONSENSO DEI PARTECIPANTI:

Il Dipartimento del Tesoro propone di introdurre il seguente articolo 3-*quater*, comma 5:

*“[...] Le clausole del regolamento che definiscono le modalità di formazione della volontà dei partecipanti rispettano il principio di proporzionalità della partecipazione dei partecipanti. Le modifiche delle clausole del regolamento relative*

*ai poteri dei partecipanti sono modificate con il consenso di tutti i partecipanti”.*

**COMMENTO:**

Le modifiche proposte introducono il requisito dell’unanimità dei partecipanti per la modifica delle clausole del regolamento del fondo relative ai poteri dei partecipanti. Riteniamo indispensabile modificare la disposizione in parola di modo che sia prevista la mera maggioranza, anche al fine di garantire la coerenza della norma in commento con il principio generale, enunciato alla sezione che precede, la quale stabilisce la centralità del principio di proporzionalità della partecipazione dei partecipanti nel processo di formazione della volontà dei medesimi.

È nostra convinzione, infatti, che sottoporre ad unanimità le deliberazioni di un fondo di investimento equivalga, nella gran parte dei casi, a sancire l’immutabilità del regolamento del fondo.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare il comma 5 dell’articolo 3-*quater* nel modo che segue:

“[...] *Le clausole del regolamento che definiscono le modalità di formazione della volontà dei partecipanti rispettano il principio di proporzionalità della partecipazione dei partecipanti. Le modifiche delle clausole del regolamento relative ai poteri dei partecipanti e dei relativi comitati sono **modificate adottate** con il consenso **di tutti della maggioranza dei partecipanti**”.*

\* \* \*

**Articolo 15, comma 3 e 4 del Regolamento  
Fondi Alternativi**

**SCELTE DI INVESTIMENTO:**

Il Dipartimento del Tesoro propone di sostituire l’articolo 15, comma 3 e comma 4 nel modo che segue:

“3. *Il fondo può:*

*a) essere investito in beni diversi da quelli individuati nell’articolo 4, comma 2, nel rispetto del principio di frazionamento degli investimenti;*

*b) derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d’Italia, ai sensi dell’articolo 6, comma 1, lett. c), del Testo Unico. Rimane fermo il potere della Banca d’Italia di stabilire limiti di leva massima per i fondi alternativi o per fondi alternativi che investono in determinati beni o*

*adottano determinati stili gestionali.*

*4. Il regolamento del fondo, oltre a indicare in modo analitico ed esaustivo quanto previsto nell'articolo 39, commi 1 e 2, del Testo Unico, indica:*

*a) la circostanza che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;*

*b) la possibilità per il fondo di derogare ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia;*

*c) l'obiettivo, il profilo di rischio, lo stile di gestione le tecniche di investimento del fondo;*

*d) il livello di leva massimo del fondo;*

*e) gli eventuali limiti prudenziali del fondo o la circostanza che tali limiti non sono previsti”.*

**COMMENTO:**

Non ci sembra in linea con la prassi internazionale del settore introdurre i proposti criteri di diversificazione o contenimento del rischio.

In linea generale, i termini dei regolamenti dei fondi alternativi sono attentamente e dettagliatamente negoziati tra il gestore e gli investitori (tutti professionali) partecipanti al fondo. Questi ultimi sono, per definizione, soggetti altamente specializzati, capaci di diversificare autonomamente il rischio che assumono in modo efficiente, grazie alle proprie strategie di investimento.

Tali limiti potrebbero teoricamente contrastare con l'efficiente e flessibile gestione del rischio posta in essere da parte degli investitori istituzionali.

Riteniamo inoltre che sia opportuna l'indicazione generale dell'obiettivo di investimento del fondo all'interno del regolamento. Tuttavia, la descrizione di stile o tecniche di gestione, ovvero dei profili di rischio del fondo, non ha il carattere normativo che dovrebbe essere precipuo di qualsiasi disposizione del regolamento, e riteniamo che la sua collocazione naturale sia invece in eventuali documenti di offerta o presentazione.

**PROPOSTA DI MODIFICA:**

Alla luce delle nostre considerazioni, proponiamo di modificare il comma 3 e il comma 4 dell'articolo 15 nel modo che segue:

*“3. Il fondo può:*

*a) essere investito in beni diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, ~~nel rispetto del principio di frazionamento degli investimenti;~~*



*b) derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. c), del Testo Unico. Rimane fermo il potere della Banca d'Italia di stabilire limiti di leva massima per i fondi alternativi o per fondi alternativi che investono in determinati beni o adottano determinati stili gestionali.*

*4. Il regolamento del fondo, oltre a indicare in modo analitico ed esaustivo quanto previsto nell'articolo 39, commi 1 e 2, del Testo Unico, indica:*

*a) la circostanza che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;*

*b) la possibilità per il fondo di derogare ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia;*

*c) l'obiettivo generale ~~il profilo di rischio, lo stile di gestione le tecniche di investimento del fondo;~~*

*d) il livello di leva massimo del fondo;*

*e) gli eventuali limiti prudenziali del fondo o la circostanza che tali limiti non sono previsti”.*

\* \* \*

\* \* \*

Infine, cogliamo l'occasione per rappresentare alcuni ulteriori suggerimenti di modifica del Regolamento, che, in gran parte, derivano dalla nostra interpretazione delle esigenze pratiche ed operative del mercato e della prassi internazionale del settore.

**Articolo 12, comma 3 del Regolamento (Fondi Chiusi):** la disposizione in oggetto prevede che il patrimonio del fondo non possa essere investito in (i) *“beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti”*, e/o (ii) *“strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo”*.

Pur comprendendo e condividendo la *ratio* della disposizione in parola – tutelare i partecipanti in un fondo comune d'investimento da operazioni in conflitto da parte del gestore, che potrebbe utilizzare il patrimonio del fondo per finalità distrattive – la norma, a causa della sua eccessiva rigidità, finisce con l'attrarre all'interno della propria orbita di applicazione anche fattispecie supportate da legittime e consone motivazioni operative e del tutto sprovviste di qualsivoglia intento scorretto od elusivo.

Si faccia l'esempio di un fondo comune d'investimento che non abbia ancora ricevuto la formale autorizzazione ad operare o che non abbia ancora ammesso investitori, e si ipotizzi che il gestore scopra un'appetibile opportunità di investimento, coerente con l'oggetto e gli obiettivi di investimento del fondo di prossimo lancio. In questi casi, è assolutamente comune nella prassi internazionale che il gestore ovvero un soggetto al medesimo collegato proceda direttamente all'acquisto del bene per poi trasferirlo al fondo (una volta che questo sia operativo), al prezzo di costo ovvero ad un prezzo concordato con gli investitori. Oppure si pensi ai c.d. “fondi di secondario”, nei quali gli investitori ed il gestore decidono di apportare all'interno di un fondo comune di investimento alcune partecipazioni detenute dal gestore (ovvero da un soggetto al medesimo collegato), ed al prezzo negoziato tra i medesimi, con l'aggiunta, in determinate ipotesi, di un *surplus* in danaro da utilizzare, eventualmente, per ulteriori investimenti.

Pare del tutto evidente come i due esempi sopra citati – lungi dall'aver qualsivoglia finalità fraudolenta – rappresentino esplicitazione di esigenze negoziali del tutto legittime e quindi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico.

Riteniamo dunque necessario modificare la disposizione in parola prevedendo – quantomeno per ciò che riguarda i fondi alternativi (riservati ad investitori professionali, dai quali è lecito aspettarsi il più elevato livello di maturità e capacità di discernimento) – che le operazioni di cui si discute, anziché vietate *tout court*, siano consentite solo ove autorizzate dalla maggioranza degli investitori nel fondo.

In aggiunta alle considerazioni sopra svolte riteniamo altresì che in favore delle

modifiche proposte militi anche un argomento di carattere sistematico. Ed invero, a ben guardare, le ipotesi di acquisto o conferimento di cui si discute altro non possono essere qualificate se non come operazioni in conflitto di interesse. Posto che Codesto Dipartimento del Tesoro ha correttamente sottolineato, all'articolo 3-*quater*, comma 4 del Regolamento, la centralità della decisione degli investitori in materia in conflitto di interessi (*“Ai partecipanti può essere riconosciuto il potere di subordinare alla loro autorizzazione il compimento di operazioni in conflitto di interessi, ferma in ogni caso la responsabilità della SGR e dei suoi organi di amministrazione e di controllo per gli atti compiuti”*), crediamo che ogni argomento militi in favore dell'assegnazione al giudizio dei partecipanti al fondo di tutte le determinazioni sulle materie in oggetto.

Suggeriamo quindi di aggiungere un comma 6 all'articolo 15, che preveda quanto segue:

*“6. Il divieto di cui all'articolo 12, comma 3, del presente regolamento non trova applicazione in relazione ai fondi alternativi, qualora le operazioni ivi descritte siano approvate dalla maggioranza dei partecipanti al fondo, computata con esclusione dei soggetti collegati alla società di gestione”*.

**Disposizioni Transitorie e Finali:** auspichiamo che la clausola di chiusura del proposto provvedimento di modifica non obblighi i fondi alternativi già istituiti ad adeguarsi ad eventuali previsioni cogenti, quali il proposto requisito della pluralità dei partecipanti. Tale eventuale obbligo di adeguamento sarebbe di difficile realizzazione pratica nell'arco dei sei mesi concessi per l'adempimento a tale requisito e potrebbe comportare, come ultima soluzione, la liquidazione dei fondi stessi.

Inoltre, sempre in relazione ai fondi alternativi già istituiti alla data di entrata in vigore delle presenti modifiche, auspichiamo che venga altresì previsto l'esonero dall'adeguamento alle proposte disposizioni in materia di gestione operativa (si veda il nostro commento *sub* articolo 3-*quater*, comma 2 del Regolamento, di cui sopra). Riteniamo infatti che alterare *ex abrupto* i meccanismi di *governance* in un fondo comune di investimento – specie ove essi abbiano raggiunto un equilibrio consolidato – e privare in un sol colpo gli investitori degli strumenti di flessibilità, trasparenza e controllo di cui avevano goduto sino ad un momento prima, possa generare attriti ed inquietudini potenzialmente in grado di pregiudicare le condizioni e le prospettive di successo del fondo e del sistema italiano dell'*alternative asset management*.

Suggeriamo quindi di modificare come segue il comma 2 dell'articolo in materia di disposizioni transitorie e finali:

*“2. Le deliberazioni di adeguamento a quanto previsto dagli artt. 3-bis e 3-*quater* del regolamento attuativo dell'art. 37 del Testo Unico sono adottate entro 30 giorni dall'entrata in vigore del presente decreto. Le SGR attuano la deliberazione di adeguamento a quanto previsto nell'articolo 3-bis entro i sei mesi successivi alla data della sua adozione. Ai fini dell'art. 32, commi 4 e 5, del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni con la L. 30 luglio 2010, n. 122, rileva la deliberazione dell'organo di gestione della SGR di adeguamento agli artt. 3-bis e 3-*quater* del regolamento attuativo dell'art. 37 del Testo Unico ovvero il decorso del citato termine di 30 giorni senza che detta deliberazione sia stata adottata. In relazione ai fondi riservati o speculativi già operativi alla data di entrata in vigore del presente*

decreto non è previsto l'obbligo di adeguarsi alle disposizioni previste dagli articoli 3-bis e 3-quater del regolamento attuativo dell'art. 37 del Testo Unico, se non in sede di ulteriore modifica del regolamento in modo incompatibile con quanto previsto in tali articoli 3-bis e 3-quater."

\* \* \*