

via posta elettronica

10 giugno 2014

Spett.le **Dipartimento del Tesoro**
Ministero dell'Economia e delle Finanze

dt.direzione4.ufficio3@tesoro.it

Alla cortese attenzione del Dott. Roberto Ciciani e della Dott.ssa Antonella Rossi

**Documento per la Consultazione sullo Schema di Regolamento Attuativo
dell'Articolo 39 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF).**

Spettabile Dipartimento del Tesoro,

nell'ambito della proposta consultazione, con la presente Vi inviamo in allegato i nostri commenti allo schema di regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio italiani.

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

Come noterete, l'intento è quello di assicurare una piena coerenza del quadro normativo italiano.

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

Cordiali saluti.

Dante Leone

a: Dipartimento del Tesoro
da: Dante Leone, Barbara Braghiroli, Silvio Cavallo, Nicola Rapaccini
data: 10 giugno 2014

Consultazione pubblica sullo schema di regolamento attuativo dell'articolo 39 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (“TUF”), concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani (lo “Schema di Regolamento”).

Titolo I – Disposizioni Generali

Articolo 1

Definizioni

Il Dipartimento propone di inserire all'articolo 1, comma 1, dello Schema di Regolamento le seguenti definizioni:

“Nel presente regolamento s'intendono per: [...]

a) “Testo Unico della Finanza (TUF)”: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;

b) “Testo Unico Bancario (TUB)”: il decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385;

[...]

e) “Oicr chiuso”: l'Oicr diverso da quello aperto;

[...]

o) “investitori professionali”: i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici, nonché coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, ai sensi dell'articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, del TUF;

p) “FIA immobiliari”: i fondi e le Sicaf che investono in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari,

parti di altri fondi immobiliari, anche esteri;

q) “partecipazioni in società immobiliari”: le partecipazioni in società di capitali che svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili;

r) “mercato regolamentato”: il mercato regolamentato iscritto nell’elenco previsto dall’articolo 63, comma 2 o nell’apposita sezione prevista dall’articolo 67, comma 1, del TUF o altro mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, specificato nel regolamento del fondo”.

COMMENTO:

Ci permettiamo di suggerire di definire diversamente alcuni dei termini indicati nell’articolo 1 dello Schema di Regolamento e sopra richiamati, per meglio specificarli e/o rispettare la simmetria con le altre definizioni che rinviano al TUF; in particolare:

- lettera (a) e lettera (b): per entrambe le definizioni aggiungerei “*e successive modificazioni*”, in linea con il testo della definizione di “Testo Unico Bancario” contenuta nel TUF;
- lettera (e): anziché ricavare la definizione di “Oicr chiuso” in via residuale dalla definizione di “Oicr aperto” contenuta nella precedente lettera (d), inserirei un rinvio alla definizione di “Oicr chiuso” contenuta nel TUF;
- lettera (o): inserirei un rinvio alla definizione di “investitori professionali” contenuta nel TUF;
- lettera (p): non ci è chiaro il motivo per cui nella definizione di “FIA immobiliari” è stato eliminato, rispetto alla stessa definizione contenuta nel vigente decreto ministeriale n. 228 del 24 maggio 1999 (il “Decreto Ministeriale n. 228/1999”), l’inciso “*esclusivamente o prevalentemente*”, che ci pare, peraltro, coerente con le disposizioni in materia di oggetto dell’investimento di cui all’articolo 4, comma 1, lettera (d) dello Schema di Regolamento; inoltre, sostituirei “*fondi immobiliari, anche esteri*” con “*FIA immobiliari, anche esteri*”, in coerenza con quanto previsto all’articolo 4, comma 1, lettera (d) dello Schema di Regolamento;
- lettera (q): inserirei il requisito della “prevalenza” dell’attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili ed aggiungerei alle attività esercitabili anche quelle “connesse e/o strumentali”; e
- lettera (r): suggeriamo di richiamare la definizione di “mercato regolamentato” contenuta nel TUF, oppure di rinviare alla definizione di “mercato regolamentato” contenuta nella direttiva 2004/39/CE, in linea con quanto proposto anche per la successiva lettera (s), che contiene la definizione di “sistema multilaterale di negoziazione”; in ogni caso, nel caso si preferisse mantenere la versione del testo già proposta, elimineremo la qualifica di

“aperto al pubblico” con riferimento alla definizione di “mercato regolamentato”, che non si rinviene né nella normativa italiana, né in quella europea.

Le suddette lettere (a), (b), (e), (o), (p), (q) e (r) leggerebbero dunque:

a) “Testo Unico della Finanza (TUF)”: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni;

b) “Testo Unico Bancario (TUB)”: il decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni;

[...]

e) “Oicr chiuso”: ~~l’Oicr diverso da quello aperto~~ l’Oicr di cui all’articolo 1, comma 1, lettera k-ter, del TUF;

[...]

o) “investitori professionali”: ~~i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici, nonché coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, ai sensi dell’articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, del TUF~~ gli investitori professionali di cui all’articolo 1, comma 1, lett. m-undecies del TUF;

p) “FIA immobiliari”: i fondi e le Sicaf che investono, esclusivamente o prevalentemente, in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri ~~fondi FIA~~ immobiliari, anche esteri;

q) “partecipazioni in società immobiliari”: le partecipazioni in società di capitali che svolgono, esclusivamente o prevalentemente, attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili, oppure attività connesse e/o strumentali;

r) “mercato regolamentato”: ~~il mercato regolamentato iscritto nell’elenco previsto dall’articolo 63, comma 2 o nell’apposita sezione prevista dall’articolo 67, comma 1, del TUF o altro mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, specificato nel regolamento del fondo~~ il mercato regolamentato rientrante nell’ambito di applicazione della direttiva 2004/39/CE”.

Titolo I – Disposizioni Generali

Articolo 4

Oggetto dell'investimento

Il Dipartimento propone di specificare il seguente articolo 4, comma 1, lettera (e), come segue:

“Il patrimonio dell’Oicr può essere investito in una o più delle categorie dei seguenti beni:

[...]

e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr”.

COMMENTO:

Rispetto al vigente testo del Decreto Ministeriale n. 228/1999, nello Schema di Regolamento si specifica che il patrimonio dell’Oicr può essere investito, *inter alia*, in crediti e titoli rappresentativi di crediti, *“ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr”*.

In sostanza, come anche esplicitato nella relazione illustrativa dello Schema di Regolamento, si prevede la possibilità di utilizzare il patrimonio dell’Oicr per concedere finanziamenti.

Tuttavia, per effetto del dettato del successivo comma 2 dell’articolo 4 dello Schema di Regolamento, la previsione in parola è qualificata dalle disposizioni contenute nel Titolo V, Capitolo III, Sezione V, Paragrafo 6.3, del regolamento di Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio dell’8 maggio 2012, che, quanto alla possibilità di investire una porzione del patrimonio dell’Oicr (chiuso) ai fini della concessione di finanziamenti, recita *“Nella gestione del fondo - ferme restando le riserve di attività previste per le banche e per gli intermediari finanziari - è consentito concedere prestiti unicamente: – attraverso operazioni a termine su strumenti finanziari (pronti contro termine, riporti, prestito titoli e operazioni assimilabili), secondo le disposizioni del par. 6.6, della Sezione II; – funzionali o complementari all’acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni. Ai fini del calcolo del limite indicato al precedente par. 3.1 si tiene conto anche dei prestiti concessi. Inoltre, i fondi chiusi che prevedono l’investimento in beni immobili possono concedere tali beni in locazione con facoltà di acquisto per il locatario (c.d. leasing immobiliare)”*.

Ci chiediamo se, per maggior chiarezza ed esigenze di coerenza sistematica, non sarebbe in ogni caso utile, per quanto riguarda il secondo periodo dell’articolo 4, comma 1, lettera (e), a proposito, dei *“crediti erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr”* inserire, specularmente alle disposizioni contenute nel sopra richiamato regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, una qualifica volta a salvaguardare la riserva generale di attività per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma dettata in favore di banche ed intermediari finanziari.

Orbene, la concessione di particolari finanziamenti può essere una vera e propria modalità di investimento per un gestore di fondi. Si pensi ad esempio ad alcune

particolari tipologie di fondi (ad esempio, i fondi che si occupano di finanziamenti cd. “mezzanini”) o ad altri tipi di fondi meno innovativi che ritengono opportuno strutturare un investimento in forma di finanziamento (ad esempio, in forma di prestito convertibile, oppure di acquisto di debito al fine di acquistare il controllo - c.d. “loan to own” o “distress to control” - oppure, in via più generale, in forma di finanziamento partecipativo, che preveda un ritorno in linea con i risultati dell’azienda sottostante). Riteniamo opportuno precisare che tutte queste tipologie di *investimento-in-forma-di-finanziamento* sono chiaramente permesse, e che la riserva di attività non le impedisce in nessun modo.

La suddetta lettera (e) dell’articolo 4, comma 1 leggerebbe dunque:

“e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr, senza che ciò faccia ricadere l’attività dell’Oicr tra quelle riservate alle banche o agli intermediari finanziari”.

Titolo I – Disposizioni Generali

Articolo 6

Durata

Il Dipartimento propone di inserire il seguente articolo 6, comma 1:

“*Il regolamento del fondo o lo statuto della società di investimento, fissano il termine di durata dell’Oicr in coerenza con la natura degli investimenti*”.

COMMENTO:

Per rispettare le definizioni contenute nell’articolo 1, comma 1, dello Schema di Regolamento, al posto di “*statuto della società di investimento*” indicheremmo “*statuto della Sicav o della Sicaf*”.

I suddetti comma 1 dell’articolo 5 e comma 1 dell’articolo 6 leggerebbero dunque:

“*Il regolamento del fondo o lo statuto della ~~società di investimento~~ Sicav o della Sicaf possono stabilire se per le quote del fondo o per le azioni è prevista la quotazione in un mercato regolamentato...*”.

“*Il regolamento del fondo o lo statuto della ~~società di investimento~~ Sicav o della Sicaf, fissano il termine di durata dell’Oicr in coerenza con la natura degli investimenti*”.

Titolo I – Disposizioni Generali

Articolo 6

Durata

Il Dipartimento propone di inserire il seguente articolo 6, comma 2:

“Fermo restando quanto previsto dal comma 1, la durata degli Oicr chiusi non può essere superiore a cinquanta anni, escluso il periodo di proroga di cui all’articolo 11, comma 6”.

COMMENTO:

L’articolo 11, comma 6, dello Schema di Regolamento descrive la tempistica per i versamenti relativi alle quote o azioni del FIA; l’articolo 11, comma 7, dello Schema di Regolamento disciplina la possibilità che il regolamento o lo statuto del FIA possano prevedere i casi in cui è possibile una proroga del termine di durata del FIA e, in ogni caso, la sua durata massima.

Pertanto, il rinvio dell’articolo 6 in relazione al periodo di proroga da tenere in considerazione per la durata degli Oicr, deve essere fatto al comma 7 dell’articolo 11 dello Schema di Regolamento, e non al comma 6.

Il suddetto comma 2 dell’articolo 6 leggerebbe dunque:

“Fermo restando quanto previsto dal comma 1, la durata degli Oicr chiusi non può essere superiore a cinquanta anni, escluso il periodo di proroga di cui all’articolo 11, comma ~~6~~7”.

Titolo II – Oicr italiani aperti

Articolo 9

Modalità di partecipazione agli Oicr aperti

Il Dipartimento propone di inserire il seguente articolo 9, comma 3:

“I partecipanti all’Oicr aperto hanno diritto di chiedere il rimborso delle quote o delle azioni secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento del fondo, o dallo statuto della Sicav e dalla documentazione d’offerta. Il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta”.

COMMENTO:

Non ci è chiaro per quali motivi sia stato mantenuto il termine di quindici giorni per effettuare il rimborso delle quote o delle azioni, che è previsto nell’articolo 10, comma 3 del Decreto Ministeriale n. 228/1999. È infatti ben possibile che le caratteristiche dell’Oicr siano tali da rendere opportuno un rimborso in tempi più

stringati di quindici giorni (ad esempio, portafoglio investito principalmente in strumenti azionari quotati emessi da società a larghissima capitalizzazione), o al contrario tempi più lunghi (ad esempio, portafoglio investito principalmente in strumenti azionari quotati emessi da società a piccola capitalizzazione, la cui smobilizzazione necessita attenzione e gradualità). In assenza di indicazioni particolari nel TUF e nella normativa europea, crediamo, dunque, che tale disciplina possa essere tranquillamente rimessa alla volontà negoziale delle parti e proponiamo dunque di eliminare la frase “*Il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta*”.

Titolo III – Oicr italiani chiusi

Articolo 10

FIA italiani chiusi

Il Dipartimento propone di modificare l’articolo 12, comma 2-*bis*, del Decreto Ministeriale n. 228/1999 con il seguente articolo 10, comma 2:

“I FIA italiani chiusi ... possono assumere prestiti per effettuare rimborsi anticipati delle quote o delle azioni, ai sensi dell’articolo 11, commi 6 e 7, per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del FIA”.

COMMENTO:

Come detto, l’articolo 11, comma 6, dello Schema di Regolamento descrive la tempistica per i versamenti relativi alle quote o azioni del FIA; l’articolo 11, comma 7, dello Schema di Regolamento disciplina la tempistica per il rimborso delle quote o azioni del FIA. Pertanto, il rinvio dell’articolo 10, comma 2, in relazione ai rimborsi anticipati delle quote o delle azioni deve essere fatto soltanto all’articolo 11, comma 7, dello Schema di Regolamento, e non anche al comma 6.

Inoltre, non ci è chiaro quali siano le ragioni per cui si mantenga il limite massimo del 10 per cento del valore del FIA per l’assunzione di prestiti per effettuare rimborsi anticipati di quote o azioni (come previsto nell’articolo 12, comma 2-*bis*, del Decreto Ministeriale n. 228/1999), dal momento che un limite del genere non è previsto nel TUF o nella normativa europea. Del resto, è evidente che non sussiste alcuna particolare differenza qualitativa tra, da un lato, l’utilizzo dell’indebitamento da parte del gestore di un fondo al fine di un investimento di portafoglio (secondo quanto permesso dal regolamento di Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio dell’8 maggio 2012) e, dall’altro lato, l’utilizzo dell’indebitamento ai fini sia di investimenti di portafoglio sia del rimborso agli investitori che ne abbiano fatto richiesta. Dal momento che la disposizione si riferisce a fondi di investimento chiusi (e cioè a fondi nei quali l’*exit* dell’investitore è sottoposta a particolari vincoli quanto a tempistiche e modalità), la disciplina sul rimborso sarà tendenzialmente una scelta negoziata e prevista dal regolamento o statuto del fondo: non ci sembra sussista alcuna ragione per introdurre una disciplina diversa e più rigorosa ove la

finalità dell'indebitamento sia quella di restituire agli investitori il corrispettivo investito.

L'articolo 10, comma 2 leggerebbe dunque:

“I FIA italiani chiusi ... possono assumere prestiti per effettuare rimborsi anticipati delle quote o delle azioni, ai sensi dell'articolo 11, commi ~~6 e 7~~, nei limiti e con le modalità eventualmente previsti dal regolamento del fondo o dallo statuto della Sicav o Sicaf, ~~per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del FIA~~”.

Titolo III – Oicr italiani chiusi

Articolo 10

FIA italiani chiusi

Il Dipartimento propone di modificare l'articolo 12, comma 3 del Decreto Ministeriale n. 228/1999 con il seguente articolo 10, comma 4 e 5:

“4. Salvo quanto previsto dal comma 5, il patrimonio del fondo chiuso non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco del gestore, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci del gestore, o da soggetti appartenenti al loro gruppo.

5. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano chiuso può prevedere i casi e i modi in cui, nell'interesse dei partecipanti, il patrimonio può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio del gestore o da una società del gruppo e i casi in cui tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti, nel rispetto delle misure in materia di conflitti di interesse disciplinate dal regolamento delegato (UE) n. 231/ 2013 della Commissione e dalle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis del TUF”.

COMMENTO:

Il Dipartimento propone di introdurre una disciplina regolamentare applicabile alle operazioni effettuate con talune categorie di soggetti in circostanze che si ritiene possano generare conflitti di interesse. La preoccupazione del legislatore, ci pare dunque di comprendere, è quella di evitare un potenziale pregiudizio agli investitori, derivante da atti dispositivi del patrimonio del fondo che abbiano quale finalità interessi diffusi, o comunque ultronei, rispetto a quelli dell'investitore.

Ebbene, crediamo che il quadro regolamentare applicabile all'attività dei gestori di fondi comuni di investimento contenga già obblighi specifici di indipendenza e perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo, peraltro di recente ulteriormente qualificati e valorizzati dal riferimento alle obbligazioni (anche) di diligenza del mandatario. Facciamo riferimento, evidentemente, alle disposizioni dettate in relazione all'attività di gestione collettiva del risparmio all'articolo 36 del TUF, come di recente modificato, che recita, appunto: *“La Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario”*.

E dunque, alla luce di quanto precede, non siamo certi che le disposizioni che il Dipartimento propone di introdurre comportino alcun apprezzabile risultato in termini di innalzamento delle tutele per gli investitori. Anche alla luce del fatto che la disciplina proposta non prevede eccezioni per transazioni *de minimis* o comunque effettuate *at arm's length* e *in the ordinary course of business*, temiamo che, invece, possa in qualche modo finire con l'essere di ostacolo al perseguimento delle politiche di investimento del fondo.

In particolare, siamo convinti che la norma possa attirare nella 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 identifichi 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.

A ben vedere, infatti, perfino le disposizioni in materia di acquisti pericolosi dettate per le società per azioni – nelle quali, evidentemente, accanto alle esigenze di tutela degli interessi degli investitori (*i.e.*, i soci) si collocano anche quelle di effettività del capitale sociale, presumibilmente assenti per quanto riguarda la disciplina dei fondi comuni di investimento – sembrano contenere una disciplina più elastica rispetto a quella proposta dal Dipartimento, essendo le limitazioni all'acquisto di beni da parte di promotori, fondatori, soci ed

amministratori qualificate da soglie temporali (due anni dall'iscrizione nel registro delle imprese) e di materialità (corrispettivo pari o superiore al 10% del capitale sociale)¹. Anche la disciplina delle operazioni con parti correlate² ci sembra sostanzialmente meno onerosa di quella che si propone di applicare ai fondi comuni di investimento.

In effetti, anche un breve sguardo alla normativa, ad esempio, di tre Paesi nei quali il mercato dei fondi comuni di investimento, specialmente alternativi, è sviluppato e florido, dimostra come la proposta del legislatore italiano in punto di conflitto di acquisti potenzialmente pericolosi ecceda, probabilmente, le esigenze di tutela. In particolare, per quanto riguarda l'Inghilterra, il provvedimento *The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013* del 16 luglio 2013, si limita a prevedere (§39 *Disclosure in case of acquisition of control*) oneri di *disclosure* con riferimento alle *policy* per la prevenzione e la gestione di potenziali conflitti di interesse e le tutele specifiche predisposte affinché talune operazioni potenzialmente pericolose siano effettuate *at arm's length*. Lo scenario è piuttosto simile anche in Irlanda, dove l'*European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013*, nell'indicare (§13 *General requirements*) i principi generali cui deve attenersi il gestore di un FIA, menziona espressamente l'obbligo di agire con correttezza e diligenza nell'interesse dei fondi gestiti e dei partecipanti ai medesimi, ed articola anche una serie di obblighi in materia di identificazione e gestione dei conflitti di interesse (§15 *Conflicts of interest*). Parimenti, in Lussemburgo la legge del 12 luglio 2013, riguardante gestori di fondi d'investimento alternativi, in attuazione della direttiva 2011/61/UE, prevede (§13 *Conflicts d'intérêts*) soltanto obblighi generali in materia di identificazione e gestione dei conflitti di interesse, anche in base all'organizzazione interna del gestore ed alle sue politiche e procedure.

In tutti e tre i casi sopra descritti, dunque, il legislatore straniero pare ben consapevole dei rischi per l'integrità del patrimonio del fondo legati all'emergere di potenziali conflitti di interesse. Eppure, questa consapevolezza non sfocia in un divieto generale di effettuare taluni tipi di operazioni.

E dunque, pur restando applicabili tutte le misure in materia di conflitti di interesse disciplinate dall'articolo 14 della direttiva 2011/61/UE, dal regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione Europea e dalle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis* del TUF, proponiamo di invertire il paradigma regola/eccezione contenuto nella proposta del Dipartimento, rendendo del tutto libere le operazioni con parti correlate ed attribuendo al regolamento di ciascun fondo il compito di individuare quelle operazioni da sottoporre a disciplina speciale e/o

¹ Articolo 2343-*bis* del codice civile.

² Articolo 2391-*bis* del codice civile e, per ciò che attiene le società quotate, Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

per le quali devono essere adottate procedure particolari.

Suggeriamo, pertanto, di eliminare il comma 4 dell'articolo 10 e di modificare il comma 5 come di seguito indicato:

~~“5-4. Fermo restando il rispetto delle misure in materia di conflitti di interesse disciplinate dal regolamento delegato (UE) n. 231/ 2013 della Commissione Europea e dalle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis del TUF, il regolamento o lo statuto del FIA italiano chiuso può prevedere i casi e i modi in cui, nell'interesse dei partecipanti, l'investimento del patrimonio del fondo può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio del gestore o da una società del gruppo e i casi in cui ovvero la cessione, diretta o indiretta, di tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti, sono sottoposti a vincoli e/o ad una particolare procedura di autorizzazione, nel rispetto delle misure in materia di conflitti di interesse disciplinate dal regolamento delegato (UE) n. 231/ 2013 della Commissione e dalle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis del TUF”.~~

Titolo III – Oicr italiani chiusi

Articolo 11

Modalità di partecipazione ai FIA chiusi

Il Dipartimento propone di modificare l'articolo 14, comma 5, del Decreto Ministeriale n. 228/1999 con il seguente articolo 11, comma 6:

“I versamenti relativi alle quote o azioni sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento o nello statuto del FIA. Nel caso di FIA italiani riservati previsti dall'articolo 14 i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta del gestore in base alle esigenze di investimento del FIA medesimo”.

COMMENTO:

Il dettato dell'articolo 11, comma 6, come proposto dallo Schema di Regolamento, limita ai soli FIA italiani riservati la possibilità di prevedere un meccanismo di versamento in più soluzioni secondo un meccanismo “a chiamata” da parte del gestore.

Sebbene comprendiamo che tale disposizione ricalca quella già contenuta nel comma 5 dell'articolo 14 del Decreto Ministeriale n. 228/1999, vorremmo evidenziare che, in via generale, lo strumento del versamento a chiamata consente di contemperare, da un lato, le esigenze di finanziamento del fondo e della sua operatività, con l'interesse, dall'altro lato, dell'investitore a non vedersi spossessato

immediatamente di tutto il capitale promesso (nel caso in cui il fondo non sia in grado di investire la totalità di tale capitale), che potrà dunque, nelle more della chiamata, essere investito, a discrezione dell'investitore stesso, in altro modo, evitando così di perdere rendimento.

Pertanto, non siamo del tutto convinti che questo meccanismo non possa valere anche per altre tipologie di fondo: del resto, ci pare uno strumento utile in ogni caso, anche alla luce del fatto che la previsione contenuta nello Schema di Regolamento non ci sembra certamente essere posta a tutela dell'investitore e, a ben pensarci, potrebbe creare problemi anche al gestore di un fondo diverso da quello riservato, che dovrebbe "inventarsi" un modo per garantire in ogni caso adeguata remunerazione al capitale chiamato e non investito.

Suggeriamo pertanto di modificare il comma 6 dell'articolo 11 come di seguito indicato:

"6. I versamenti relativi alle quote o azioni sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento o nello statuto del FIA. Nel caso di FIA italiani ~~riservati previsti dall'articolo 14~~ diversi da quelli aperti i versamenti possono essere effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno del sottoscrittore a effettuare il versamento a richiesta del gestore in base alle esigenze di investimento del FIA medesimo".

Titolo III – Oicr italiani chiusi

Articolo 12

FIA italiani immobiliari

Il Dipartimento propone di modificare l'articolo 12-bis, comma 3, del Decreto Ministeriale n. 228/1999 come segue:

"Il FIA immobiliare nel caso di conferimenti deve acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui all'articolo 16, comma 10, del presente regolamento. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento".

COMMENTO:

Con riferimento al comma 5 dell'articolo 12 dello Schema di Regolamento in tema di valutazione dei conferimenti di beni in natura nel patrimonio del fondo immobiliare, si suggerisce, anche alla luce del carattere illiquido e di bassa volatilità (perlomeno in circostanze normali di mercato) dei beni nei quali investe un fondo immobiliare, di innalzare il termine di validità della relazione di stima da

30 giorni a sei mesi.

Inoltre, suggeriamo di introdurre, specularmente a quanto previsto ai sensi dell'articolo 2343-ter del codice civile in relazione alle società per azioni, delle ipotesi specifiche di esclusione dell'obbligo di stima che si applichino quando il bene è negoziato in un mercato regolamentato (come nel caso di una partecipazione in una società immobiliare quotata) e, più in generale, in tutti i casi in cui preesista un parametro di riferimento affidabile per la valutazione del conferimento.

Si suggerisce pertanto di modificare il comma 5 come segue:

*“Il FIA immobiliare nel caso di conferimenti deve acquisire, ~~ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati~~, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a **trenta giorni sei mesi** dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui all'articolo 16, comma 10, del presente regolamento. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento. La relazione di stima non è richiesta nel caso in cui il conferimento abbia ad oggetto beni negoziati in mercati regolamentati ovvero beni il cui valore attribuito ai fini della determinazione del valore delle quote del fondo sia pari o inferiore:*

a) al fair value iscritto nel bilancio del soggetto conferente, con riferimento all'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento, a condizione che tale bilancio sia sottoposto a revisione legale, ovvero

b) al valore risultante da una stima elaborata in una data non anteriore a novanta giorni il conferimento da esperti indipendenti di cui all'articolo 16, comma 10 del presente regolamento anche se non direttamente acquisita dal FIA immobiliare”.

Titolo IV – Oicr italiani riservati

Articolo 14

FIA italiani riservati

Il Dipartimento propone di inserire il seguente articolo 14, comma 2:

“Il gestore può prevedere che ai FIA italiani riservati possano partecipare anche investitori non professionali, nel rispetto delle seguenti modalità di partecipazione:

[...]

c) l'efficacia del contratto è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione. Entro detto termine l'investitore non professionale può comunicare al gestore il proprio recesso ed ottenere il rimborso di quanto versato senza incorrere in penalità”.

COMMENTO:

Con riferimento alle modalità di partecipazione di investitori non professionali ai FIA italiani riservati, pur apprezzando l'intento di tutelare gli investitori meno esperti, riteniamo che il diritto al ripensamento previsto dalla lettera (c) del comma 2 dell'articolo 14 sia del tutto superfluo considerando che la partecipazione di questi investitori è subordinata ad un investimento minimo di cinquecentomila euro e che, pertanto, i rischi che l'investitore non abbia ponderato accuratamente la sua partecipazione al FIA a fronte di una previsione di una soglia minima di entrata di tale entità sono affatto minimi.

Inoltre, ci pare che tale previsione voglia ricalcare le disposizioni dettate dal TUF in materia di offerta fuori sede (in particolare, articolo 30 e seguenti del TUF). E tuttavia, ci preme sottolineare che si tratta di situazioni del tutto diverse, dal momento che è evidente che per la sottoscrizione di quote o azioni del fondo non è prevista la sollecitazione all'investimento che invece accompagna spesso l'offerta fuori sede, in ragione della quale viene garantito il diritto di ripensamento.

Titolo VI – Valutazione di beni**Articolo 16*****Esperti indipendenti***

Il Dipartimento ripropone l'articolo 17, comma 4, del Decreto Ministeriale n. 228/1999 con l'articolo 16, comma 4:

“Gli esperti indipendenti devono essere iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l' idoneità ad effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo. Devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle Sgr ai sensi dell' articolo 13 del TUF”.

COMMENTO:

Anche se lo Schema di Regolamento riprende il dettato del Decreto Ministeriale n. 228/1999 in materia di esperti indipendenti incaricati della valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio dei fondi, senza apportare sostanziali cambiamenti al contenuto di questa disposizione, riteniamo utile suggerire alcune modifiche finalizzate a fare chiarezza sul tema dei requisiti di tali esperti e, conseguentemente, a semplificare la verifica della sussistenza di tali requisiti da parte dei gestori e delle autorità di vigilanza.

In particolare, non crediamo che l'iscrizione ad un albo professionale (neppure se continuativa per un periodo di cinque anni) possa ancora essere considerata l'unico parametro per valutare e garantire la competenza del professionista incaricato della valutazione, soprattutto se tale albo non è preventivamente individuato con

certezza.

Riteniamo invece che, nell'interesse del fondo e degli stessi investitori, sia preferibile che gli esperti vengano selezionati non sulla base di un criterio generale applicabile indistintamente a tutti i fondi, bensì alla luce delle peculiarità del fondo e dell'oggetto dell'investimento e, quindi, delle specifiche caratteristiche dei beni il cui valore l'esperto dovrà concretamente valutare.

Per tale motivo, crediamo che sarebbe opportuno lasciare al gestore e, più in generale, alla volontà negoziale delle parti più libertà nella determinazione dei criteri per valutare la professionalità degli esperti incaricati della valutazione dei beni del fondo. Lo Schema di Regolamento dovrebbe quindi limitarsi ad indicare principi generali ed esemplificativi che possano rappresentare delle linee guida per il gestore (e gli investitori) in fase di determinazione dei criteri applicabili e delle modalità di selezione degli esperti incaricati della valutazione.

Più in generale, dal momento che l'articolo 6, comma 1, lettera (c), numero 5 del TUF demanda alla Banca d'Italia, sentita la Consob, la determinazione delle regole applicabili agli Oicr italiani in tema di criteri e modalità di valutazione dei beni, potrebbe essere utile che lo Schema di Regolamento contenga un richiamo a tale normativa secondaria.

Suggeriamo pertanto di modificare il comma 4 dell'articolo 16 come segue:

“4. Gli esperti indipendenti devono essere in possesso di adeguata competenza tecnica ed esperienza ~~iscritti ininterrottamente da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza~~ che comporta ~~garantisca~~ l' idoneità ad effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni in cui è investito il fondo e che sia appropriata secondo la natura e la complessità dell'incarico ricevuto. Devono essere altresì in possesso dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali delle Sgr ai sensi dell'articolo 13 del TUF. Il gestore, nel verificare il possesso dei sopramenzionati requisiti, potrà fare riferimento all'iscrizione ad albi, ordini o associazioni e ad istituti indipendenti di valutazione, al possesso di specifiche certificazioni di qualità di processo nel caso di esperti indipendenti che siano persone giuridiche, ed alla comprovata esperienza maturata nel settore da parte dell'esperto e, più in generale, ai criteri e linee guida di volta in volta indicate dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dalle associazioni di categoria”.

Titolo VI – Valutazione di beni

Articolo 16

Esperti indipendenti

Il Dipartimento ripropone l'articolo 17, comma 10 e comma 11, del Decreto Ministeriale n. 228/1999 con l'articolo 16, comma 10 e comma 11:

“10. La valutazione dei conferimenti dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari dei fondi previsti dall’articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86 è effettuata da un collegio di almeno tre esperti, [...] l’incarico ha durata triennale ed è rinnovabile una sola volta.

11. L’incarico di valutazione di cui al presente articolo non può avere durata superiore ad un triennio ed è rinnovabile una sola volta”.

COMMENTO:

Dal momento che il comma 11 dell’articolo 16 dello Schema di Regolamento prevede, in via generale, che ogni incarico di valutazione non possa avere una durata superiore ai tre anni rinnovabile una sola volta, si suggerisce di modificare il comma 10 dello stesso articolo come segue:

“La valutazione dei conferimenti dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari dei fondi previsti dall’articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86 è effettuata da un collegio di almeno tre esperti, nel caso in cui il gestore non si avvalga di una società. ~~L’incarico ha una durata triennale ed è rinnovabile una sola volta~~”.

* * *