



CAMERA DEI DEPUTATI

*Conversione in legge del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18,
recante misure urgenti concernenti la riforma delle banche di
credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle
sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la
gestione collettiva del risparmio*

Audizione del Responsabile della
Divisione Intermediari della CONSOB

Tiziana Togna

Roma, 25 febbraio 2016

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

a nome dell’Autorità che rappresento Vi ringrazio per l’invito, che mi consente di condividere alcune considerazioni sul provvedimento all’esame della Camera, limitatamente alle norme introdotte in materia di gestione collettiva del risparmio.

Il mio breve intervento presenta una introduzione, basata sul (pur succinto) quadro normativo di riferimento, che si propone di perimetrare la categoria dei “fondi di credito”, attualmente oggetto di notevole interesse politico-istituzionale, anche per la loro idoneità a veicolare flussi finanziari a sostegno dell’economia reale.

Seguirà una illustrazione delle recenti iniziative registratesi in ambito europeo, volte a favorire l’operatività transfrontaliera di tali attori del risparmio gestito, e delle esperienze nazionali, che possono ritenersi ancora in una fase sperimentale.

Concluderò formulando alcune osservazioni su specifiche disposizioni contenute nel decreto.

1. LA CATEGORIA DEI FONDI DI CREDITO

In assenza di puntuali definizioni a livello normativo non è agevole circoscrivere la nozione di “fondi di credito” (*credit funds*), che trova ingresso nel D. lgs. 58/98 (“TUF”) con il Decreto Legge in commento.

Avuto riguardo alle convenzioni in uso presso gli operatori del settore, la locuzione è utilizzabile con riferimento a due fenomeni aventi caratteristiche e logiche di investimento non pienamente sovrapponibili.

In un’accezione ampia, la categoria dei “fondi di credito” racchiuderebbe i fondi che investono prevalentemente in “crediti e titoli rappresentativi di crediti”. In relazione a tali organismi di investimento di investimento collettivo del risparmio (“OICR”), l’ammissibilità nel nostro ordinamento è da tempo pacifica, trattandosi di tipologie di beni espressamente contemplate, nell’ambito dell’oggetto di investimento consentito agli OICR, dalla normativa secondaria che detta i criteri cui devono uniformarsi i fondi di diritto italiano (d.m. 228/99, ora superato dal d.m. 30/2015).

Una diversa opzione ricostruttiva, che appare più coerente con il tenore letterale delle disposizioni contenute nel provvedimento in esame, farebbe ricondurre alla categoria dei “fondi di credito” soltanto i fondi di credito “in senso stretto”, la cui attività prevede l’erogazione diretta di un finanziamento, a valere sul proprio patrimonio, a favore di terzi.

Questi ultimi fondi denotano una operatività – raccolta di capitali nella fase di *fundraising* e successiva erogazione di credito – che, nel passato, ha posto dubbi di compatibilità con la riserva in materia di attività bancaria ovvero, comunque, di esercizio nei confronti del pubblico dell’attività di concessione di finanziamenti.

Il legislatore italiano ha inteso dissipare tali dubbi con l’art. 22, comma 5, del D.L. n. 91 del 24 giugno 2014, convertito dalla L. n. 116 del 11 agosto 2014, che ha modificato la definizione di “OICR” contenuta nel

TUF, al fine di precisare che l'oggetto di investimento dell'OICR comprende i crediti, *“inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR”*.

Con la suddetta modifica, prevista da un decreto legge recante disposizioni urgenti anche per *“il rilancio e lo sviluppo delle imprese”*, è stata quindi sancita l'ammissibilità dell'attività di erogazione di crediti effettuata da fondi comuni di diritto italiano, superando le precedenti preoccupazioni in ordine alla possibile violazione di riserve di attività previste dall'ordinamento a favore di diversi intermediari.

Successivamente, a esito del recepimento della Direttiva AIFM (2011/61/UE) sui gestori di fondi alternativi, il quadro normativo in tema di fondi di credito è stato arricchito dalle disposizioni contenute nel d.m. 30/2015, attuativo dell'art. 39 TUF, sui criteri cui devono uniformarsi i fondi di diritto italiano, anche alternativi, e nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio (modificato con provvedimento del 19 gennaio 2015).

L'operatività dei *“fondi italiani che investono in crediti”* è stata, per tal via, assoggettata a puntuali limiti e condizioni, di cui si dirà *infra*.

Tuttavia, anche all'indomani di tali modifiche, permanevano aree di incertezza in relazione all'operatività dei fondi di diritto estero, che esulano dall'ambito soggettivo di applicazione della summenzionata disciplina, riguardante, come accennato, gli OICR italiani.

In questo contesto si inserisce, nella parte relativa alla gestione collettiva, il provvedimento in esame, che da un lato detta le condizioni alle quali i fondi di diritto europeo possono investire in Italia in crediti erogati a valere sul patrimonio gestito, dall'altro introduce ulteriori disposizioni applicabili anche ai fondi italiani.

Ferma restando l'approssimazione di classificazioni sfornite di un solido ancoraggio normativo, le considerazioni che seguono muovono pertanto dal presupposto che le disposizioni del decreto legge in commento

trovino applicazione ai fondi di credito che all'interno della propria politica di investimento prevedono, anche in misura non prevalente, la c.d. *loan origination*, ossia l'erogazione diretta di finanziamenti a favore di soggetti diversi dai consumatori.

2. RICOGNIZIONE DELLE INIZIATIVE IN AMBITO EUROPEO E NAZIONALE

La Commissione Europea ha più volte sottolineato l'esigenza che gli Stati membri attuino riforme economiche strutturali idonee a implementare un sistema diversificato di fonti di finanziamento per le imprese, alternativo a quello bancario, da reperirsi attraverso il mercato dei capitali. A tal fine è fondamentale un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali e un più accentuato livello di sofisticazione dei mercati finanziari "alternativi", sulla falsariga di quanto si riscontra negli Stati Uniti.

La rilevanza del tema è oggetto di riconoscimento anche nel piano di azione della Commissione concernente la realizzazione, entro la fine del 2019, di un mercato unico dei capitali (c.d. *Capital Market Union*), con l'obiettivo di costituire un canale di finanziamento alle imprese (specialmente quelle di medio-piccola dimensione) regolato ed efficiente, alternativo al sistema di prestito bancario.

Tra le direttrici di azione è stato individuato, tra l'altro, l'avvio – entro la fine del corrente anno – di un *iter* legislativo finalizzato a predisporre un *framework* normativo armonizzato a livello europeo proprio per i fondi di credito (cfr. "*Action Plan on Building a Capital Markets Union*", pubblicato dalla Commissione Europea il 30 settembre 2015).

La tematica legata alla *loan origination* da parte di organismi di investimento collettivo presenta profili di interconnessione con ulteriori fonti sovranazionali direttamente applicabili nell'ordinamento domestico.

Si fa riferimento, in particolare, ai Regolamenti (UE) nn. 345 e 346 del 2013, in tema di gestori di fondi EuVECA (fondi europei per il *venture capital*) ed EuSEF (fondi europei per l'imprenditoria sociale) in vigore dal 22 luglio 2013, nonché al Regolamento (UE) n. 760 del 2015 sui fondi ELTIF (fondi europei di investimento a lungo termine), in vigore dal 9 dicembre 2015. Le tre tipologie di fondi introdotte dai citati regolamenti europei sono infatti accomunate dalla facoltà di erogare, con differenti limitazioni operative, prestiti.

In particolare, i suddetti regolamenti muovono dalla considerazione che la Direttiva AIFM, che per la prima volta ha armonizzato le norme in tema di gestione di fondi di investimento alternativi (per tali intendendosi i fondi diversi da quelli rientranti nell'ambito applicativo della Direttiva 2009/65/UE, c.d. "UCITS IV"), si concentra esclusivamente sulla disciplina dei gestori, lasciando discrezionalità normativa agli Stati membri con riferimento al regime applicabile ai fondi.

Pertanto, nell'ottica del rafforzamento del mercato unico, la Commissione Europea ha ritenuto opportuno ritagliare all'interno del perimetro della Direttiva AIFM alcune tipologie di fondi, connotate da una specifica politica di investimento, oggetto di armonizzazione massima, introducendo un "passaporto" che consentisse a tali prodotti di circolare all'interno dell'Unione, tenendo fermo il principio dell'*home country control*, secondo il quale le competenze di vigilanza spettano all'Autorità dello Stato membro di origine.

A livello nazionale, anche alla luce della relativa novità della disciplina, il fenomeno dei fondi di credito appare ancora allo stato embrionale, registrandosi sinora un interesse da parte di un numero relativamente esiguo di operatori per l'istituzione di fondi la cui politica di investimento prevede in via prevalente la successione a titolo derivativo in contratti di finanziamento già in essere ovvero l'acquisto di crediti originati da terzi (*loan participation*), piuttosto che un'attività di *direct lending* vera e propria (*loan origination*).

Alla luce del quadro normativo vigente, principalmente dettato dal d.m. 30/2015 e dal Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, l'attività di *loan origination* in Italia da parte dei fondi di investimento alternativi domestici è soggetta a limiti e cautele ben definiti, tra i quali:

- forma necessariamente chiusa del fondo, che non consente agli investitori di richiedere in qualunque momento il rimborso delle quote. Tale struttura, coerente con l'orizzonte temporale di medio-lungo periodo dell'investimento e con la natura illiquida degli *asset*, evita rischi di sconfinamento dell'attività in una "trasformazione di fatto" delle scadenze, tipica dei fenomeni di *shadow banking* che pongono problemi in un'ottica di stabilità sistemica;
- puntuali norme di contenimento e frazionamento del rischio, inclusi limiti di leva, differenziate in relazione alla categoria di investitori ai quali si rivolge il fondo (i fondi di credito riservati a clienti professionali presentano limiti di investimento meno stringenti rispetto a quelli destinati al pubblico indistinto);
- specifici requisiti in tema di gestione del rischio di credito, tanto nella fase di *screening* del soggetto finanziato quanto in quella di monitoraggio dell'investimento e di gestione delle anomalie e posizioni deteriorate.

3. OSSERVAZIONI

Passando al commento delle disposizioni contenute nel provvedimento in esame, per comodità di esposizione si può suddividere la novella legislativa entro tre gruppi di disposizioni, in funzione della *ratio* sottostante.

In primo luogo si evidenziano le disposizioni rette da una esigenza, ampiamente condivisibile, di tutela del soggetto finanziato (art. 46-*quater*). Si fa riferimento all'estensione ai gestori di fondi di credito, di diritto italiano o europeo, delle norme in tema di trasparenza delle condizioni

contrattuali e di sanzioni amministrative contenute nel D.lgs. 385/93 (“TUB”). Tali disposizioni hanno altresì il pregio di assoggettare al medesimo trattamento intermediari che, pur aventi natura eterogenea, svolgono attività sostanzialmente analoghe nel territorio italiano, indipendentemente dallo Stato UE di appartenenza.

Di diversa natura appare la disposizione che restringe la platea di soggetti nei confronti dei quali i fondi di credito possono erogare il finanziamento, escludendo la categoria dei consumatori (art. 46-*bis* TUF). In tal caso, infatti, la norma appare ispirata da una esigenza di coerenza con le ragioni di necessità e urgenza poste implicitamente a fondamento del decreto e illustrate nella relazione illustrativa del decreto in esame (“*L’assenza di una disciplina nazionale organica e completa in materia impedisce tra l’altro alle imprese italiane di far ricorso a un importante canale di finanziamento alternativo a quello bancario rappresentato dai fondi di credito esteri che, nell’incertezza sul quadro giuridico di riferimento, non operano nel nostro Paese*”). Se l’obiettivo del provvedimento è la disintermediazione del credito, al fine di implementare un sistema diversificato di fonti di finanziamento per le imprese italiane, giocoforza l’accesso al credito da parte del consumatore non rappresenta una priorità.

Tenendo fermo il suddetto obiettivo di *policy*, ossia l’implementazione di un sistema diversificato di fonti di finanziamento per le imprese, meritevoli di particolare attenzione appaiono le disposizioni relative ai fondi alternativi europei che erogano direttamente il finanziamento a imprese site nel territorio italiano (art. 46-*ter* TUF). È evidente infatti che la *ratio* sottesa a tali norme, in particolare ai primi due commi, è quella non già di favorire *tout court* l’accesso al credito da parte delle imprese italiane, bensì quella di creare un *level playing field* tra operatori di diversa nazionalità, evitando arbitraggi regolamentari e assoggettando i fondi di diritto europeo alle norme prudenziali emanate dalla Banca d’Italia per gli omologhi fondi di credito italiani (di cui si è accennato nel precedente paragrafo).

Al riguardo trattasi di due esigenze contrapposte, che devono trovare un ragionevole bilanciamento, tenuto conto anche di una circostanza che non può essere trascurata: detti fondi di credito europei, infatti, potrebbero versare in una situazione in cui l'attività di raccolta di capitali è svolta interamente presso investitori esteri e successivamente incanalata in impieghi a favore di imprese italiane.

In tal senso, se certamente condivisibili appaiono il requisito della previa autorizzazione del fondo estero a investire in crediti nello stato membro di origine e quello della forma chiusa del fondo stesso, gli ulteriori requisiti dell'analogia dello schema di funzionamento e dell'equivalenza delle norme in materia di contenimento e frazionamento del rischio (inclusi i limiti di leva), da valutarsi rispetto alle corrispondenti norme applicabili agli organismi italiani, potrebbero risultare di più difficile integrazione.

Ciò in quanto la disciplina sullo schema di funzionamento e sul contenimento e frazionamento del rischio dei fondi insiste su profili non ancora oggetto di piena convergenza a livello europeo, esulando dal perimetro di armonizzazione della Direttiva AIFM che – come rilevato *supra* – si limita esclusivamente alla disciplina del gestore, senza giungere a dettare regole uniformi con riferimento alle caratteristiche dei fondi gestiti.

In termini più generali, l'impatto delle nuove disposizioni dipenderà dalle modalità con cui in concreto la Banca d'Italia eserciterà i poteri attribuiti dall'art. 46-ter, comma 2. In proposito la delega alla stessa Banca d'Italia, contenuta nel comma 5, per l'emanazione di disposizioni attuative del citato articolo, rappresenta lo strumento scelto dal legislatore per circoscrivere, in omaggio al principio di legalità sostanziale, il potere dell'Autorità di vietare l'investimento in crediti da parte dei fondi UE, precisandone presupposti e modalità.

Per quanto attiene ai profili di più diretta competenza dell'Autorità che rappresento, evidenzio la previsione di cui al comma quarto dell'art. 46-ter, che fa salva la disciplina sulla commercializzazione transfrontaliera di quote dei fondi di investimento alternativi UE. In relazione a tali fondi,

infatti, le nuove competenze assegnate alla Banca d'Italia dal provvedimento in esame potrebbero combinarsi con quelle che la Consob esercita, ai sensi degli articoli 43 e 44 del TUF e dalle relative disposizioni attuative.

In particolare, qualora si tratti di commercializzazione di quote di fondi di credito UE nei confronti di investitori al dettaglio, la fattispecie, non risultando oggetto di armonizzazione europea, rimane regolata dalla specifica disciplina nazionale, che segnatamente prevede un procedimento di autorizzazione, d'intesa con la Banca d'Italia, basato su verifiche che includono la compatibilità dello schema di funzionamento del fondo UE con gli schemi previsti per gli organismi italiani.

Qualora invece la commercializzazione di quote di fondi di credito UE sia rivolta a investitori professionali, opera il "passaporto" previsto dalla Direttiva AIFM, che poggia sulla trasmissione di un fascicolo di notifica da parte dell'Autorità dello Stato membro di origine del gestore del fondo UE, fermo restando che la stessa Autorità provvede all'accertamento dei requisiti previsti dalla Direttiva ai fini dell'operatività del passaporto.

Nella suddetta fattispecie, rilevando sia la disciplina armonizzata sulla commercializzazione transfrontaliera di fondi alternativi sia quella di matrice nazionale introdotta con il provvedimento in esame, sarà opportuno rafforzare le già esistenti forme di coordinamento tra la Consob e la Banca d'Italia, competente sulla comunicazione di cui all'articolo 46-ter, al fine di individuare in anticipo l'ingresso nel territorio nazionale di tali soggetti.

Resta ferma la circostanza che, nell'ulteriore ipotesi in cui il fondo di credito UE non effettui alcuna attività di commercializzazione in Italia, avendo raccolto capitali esclusivamente all'estero, l'erogazione di crediti a favore di imprese italiane costituisce mera attività di investimento del proprio patrimonio, soggetta unicamente alle previsioni degli articoli 46-ter e 46-quater del TUF e, quindi, alla competenza esclusiva della Banca d'Italia.

In conclusione non si può che ribadire la rilevanza, nell'economia del sistema Paese, dei fondi di credito, tipologia di investitori istituzionali suscettibile di canalizzare ulteriori risorse finanziarie a sostegno dell'economia reale.

Va peraltro evidenziato che il fenomeno del finanziamento alla piccola e media impresa, veicolato attraverso il comparto del risparmio gestito, ricomprende anche i fondi che investono sia in crediti già esistenti, non incorporati in strumenti finanziari (*loan participation*), sia in strumenti finanziari rappresentativi di crediti, fino a includere gli organismi specializzati nell'investimento in titoli di debito (quali i c.d. *mini-bond*) emessi da società non quotate (c.d. fondi di *private debt*).

E' auspicabile che in futuro l'economia produttiva possa essere sempre più sostenuta da tali attori del sistema finanziario, soprattutto per il tramite della commercializzazione a investitori professionali, a motivo della complessità di tale tipologia di fondi nonché della maggiore stabilità assicurata da detti investitori nei flussi di raccolta.