



annunziata & conso
STUDIO ASSOCIATO

Milano, 10 giugno 2014

Spettabile
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Via XX Settembre, n. 97
00187 - ROMA

Inviata all'indirizzo e-mail: dt.direzione4.ufficio3@tesoro.it

Oggetto: Risposta alla Consultazione pubblica sullo schema di regolamento attuativo dell'art. 39, 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 studio associato Annunziata & Conso intende anzitutto ringraziare codesto spettabile Ministero per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e commenti allo schema di regolamento attuativo in oggetto ("Schema di regolamento"): si deve infatti riconoscere l'estrema rilevanza di tale documento in consultazione, tenuto anche conto del fatto che lo stesso è destinato ad abrogare una fonte dell'ordinamento finanziario che ricopre un ruolo fondamentale nell'ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio, ossia il decreto del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica n. 228 del 24 maggio 1999 ("DM 228/1999").

Analizzato nel dettaglio il contenuto dello Schema di regolamento, chi scrive si pregia di rassegnare le seguenti osservazioni.



1. Oggetto d'investimento dei FIA italiani aperti (art. 8 dello Schema di regolamento)

Ai sensi dell'art. 8, comma 1 dello Schema di regolamento, il patrimonio dei FIA italiani aperti può essere investito *“nei beni previsti dall'art. 4, comma 1, lettere a) e c), nonché nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma [i.e. strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato; n.d.r.] in misura non superiore al 20 per cento”*.

Al riguardo, si richiede di valutare l'opportunità di estendere l'alveo dei FIA ai quali è concessa la possibilità di investire in strumenti finanziari non quotati oltre la predetta soglia del 20 per cento, consentendo tale investimento non solo ai FIA chiusi, ma anche ai FIA aperti riservati per i quali, in generale, è prevista una maggiore flessibilità nella definizione della politica di investimento¹.

In particolare, in un'ottica di mercato europeo “aperto” degli OICR, così come ci si auspica a seguito dell'implementazione del regime di “passaportazione” previsto dalla AIFMD, l'imposizione di un limite di investimento così restrittivo - quale quello richiamato - rischierebbe di porre i FIA italiani aperti in una posizione concorrenziale in principio svantaggiata rispetto ad altri FIA UE e/o non-UE commercializzati nel territorio dell'Italia e dell'Unione Europea, riconducibili allo stesso tipo “aperto” ma caratterizzati da politiche di investimento meno vincolate, e cioè i cui patrimoni siano investiti in strumenti finanziari non quotati in misura anche maggiore rispetto al 20 per cento previsto dallo Schema di regolamento.

Più in generale, pur comprendendo il rationale della limitazione, ossia quello di riservare investimenti in strumenti finanziari poco liquidi a prodotti contraddistinti da una frequenza di rimborso coerente con la natura dell'investimento, se non addirittura con la sola struttura “chiusa” dei FIA, preme evidenziare come la nuova definizione di OICR aperto fornita dal TUF all'art. 1, comma 1, lett. k-bis - *“l'OICR i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il*

¹ Cfr. art. 14, comma 5, lett. b) dello Schema di regolamento, in cui è prevista la possibilità per un FIA riservato di “[...] *derogare ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio* [...]”.



annunziata & conso

STUDIO ASSOCIATO

rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR") - ripresa dall'art. 9, comma 3, dello Schema di regolamento, superi la previgente disposizione contenuta nell'art. 10, comma 3 del DM 228/99 che attribuiva - in capo ai partecipanti agli OICR aperti - il diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote. Per l'effetto, si ritiene che anche un portafoglio contraddistinto da investimenti non immediatamente liquidabili o la cui componente non prontamente liquidabile superi la suddetta soglia del 20 per cento, possa essere coerente e compatibile con le apposite modalità e frequenze di rimborso definite dal regolamento di gestione o dallo statuto dei FIA aperti.

Va ricordato, inoltre, che ai sensi dell'art. 16 della AIFMD, e dell'art. 49 del Regolamento Delegato n. 231/2013 della Commissione, i GEFIA sono obbligati ad assicurare che la strategia d'investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso dei FIA siano coerenti. Si suggerisce, dunque, di riconsiderare la fissazione del limite del 20 per cento, posto "a monte" a livello regolamentare e finalizzato a mitigare il rischio di liquidità connesso al rapporto tra frequenza dei rimborsi e strategia di investimento, in modo da permettere ai GEFIA una maggiore discrezionalità, in linea con il tenore della AIFMD, nella valutazione circa l'allineamento tra la politica di rimborso e l'oggetto d'investimento.

2. Oggetto d'investimento dei FIA italiani chiusi (art. 10 dello Schema di regolamento)

Ai sensi dell'art. 10, comma 1 dello Schema di regolamento, il patrimonio dei FIA italiani chiusi è investito *"nei beni previsti dall'art. 4, comma 1, lettere d), e), e f), nonché nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma [i.e. strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato; n.d.r.] diversi dalle quote o dalle azioni di Oicr aperti, in misura superiore al 20 per cento"*.

Per fugare qualunque dubbio interpretativo, si chiede di chiarire il contenuto di tale disposizione, dal momento che si rileva la possibilità di intendere la richiamata soglia del 20 per cento come limite *minimo* di investimento,



significando che i FIA italiani chiusi sarebbero tenuti a investire almeno il 20 per cento del proprio patrimonio in strumenti finanziari non quotati.

3. Partecipazione ai FIA italiani riservati da parte di investitori non professionali (art. 14 dello Schema di regolamento)

I. Ai sensi dell'art. 39, comma 2, lett. a) del TUF, al Ministro dell'economia e delle finanze è richiesto di individuare le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati.

L'art. 14, comma 2 dello Schema di regolamento stabilisce che il gestore può prevedere che ai FIA italiani riservati possano partecipare investitori non professionali nel rispetto di particolari modalità di partecipazione, ossia:

- a) previsione di un ammontare minimo di sottoscrizione pari ad almeno euro 500.000;
- b) rilascio da parte dell'investitore non professionale di una dichiarazione scritta *ad hoc*, attraverso cui lo stesso investitore dichiara di essere consapevole circa i rischi insiti nell'investimento in quote o azioni di FIA;
- c) sospensione dell'efficacia del contratto per sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione.

Non pare che, con tale previsione, codesto Ministero abbia effettivamente dato attuazione alle prescrizioni di cui all'art. 39, comma 2, lett. a) del TUF. Piuttosto, la previsione delle richiamate modalità di partecipazione sembra maggiormente coerente con l'opzione prevista dall'art. 43, par. 1 della AIFMD, che concede agli Stati membri, in caso di commercializzazione presso investitori al dettaglio sul loro territorio di quote o azioni dei FIA, di *“imporre a carico del GEFIA o del FIA prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai FIA commercializzati presso investitori professionali sul loro territorio”*.

A tal proposito si nota, infatti, che l'attuale formulazione dell'art. 14, comma 2 dello Schema di regolamento prevede non tanto particolari *categorie* di investitori non professionali che possono essere destinatari dell'offerta di quote



di FIA italiani riservati, quanto piuttosto condizioni al verificarsi delle quali qualunque investitore non professionale può partecipare a FIA italiani riservati. Tale scelta regolamentare potrebbe, infatti, ingenerare confusione nella prestazione di servizi di investimento connessi alla gestione collettiva del risparmio in merito all'applicabilità delle regole di condotta previste in attuazione della direttiva MiFID.

Sempre al fine di non generare confusione, e di evitare un disallineamento tra la precedente e la nuova disciplina, si richiede di introdurre una norma transitoria che chiarisca le modalità di trattamento (ad esempio, in sede di emissione di nuove quote) degli investitori qualificati, diversi dagli investitori professionali, che partecipano ai FIA riservati (già fondi riservati *ex* DM 228/1999).

II. Il comma 6, art. 14 dello Schema di regolamento stabilisce che *“le quote o le azioni dei FLA italiani riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell’ambito della prestazione del servizio di cui all’articolo 1, comma 5, lett. d) del TUF, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento o nello statuto del FLA”*.

Pur comprendendo lo spirito della disposizione, si chiede di chiarire se, e in che misura, le condizioni di offerta stabilite al comma 2, art. 14, siano compatibili con la sottoscrizione di quote di FIA italiani riservati, effettuata nell’ambito del servizio di gestione individuale di portafogli, ove il cliente gestito sia un cliente non professionale.

Chi scrive ritiene di dubbia compatibilità con le caratteristiche del servizio di gestione individuale di portafogli:

- 1) il rilascio da parte del cliente gestito della dichiarazione prevista dalla lett. b), comma 2, art. 14 dello Schema di regolamento. Posto che, infatti, nell’ambito del servizio di gestione individuale, l’intermediario agisce per conto del cliente non professionale in forza di un mandato generale che non prevede il suo coinvolgimento per ogni operazione di sottoscrizione, si propone di consentire l’inserimento di tale dichiarazione o di una dichiarazione di analoga portata - qualora necessaria - nella documentazione contrattuale inerente il mandato di gestione, così



annunziata & conso

STUDIO ASSOCIATO

garantendo la finalità ultima perseguita dalla previsione regolamentare in parola, e cioè l'informativa sui rischi connessi all'investimento in quote o azioni di FIA riservati;

- 2) la previsione del diritto di ripensamento di cui alla lett. c), comma 2, art. 14 dello Schema di regolamento. Infatti, a differenza dell'attività di collocamento o di commercializzazione diretta delle quote di FIA riservati che vede contrapposti gli intermediari all'uopo autorizzati e la clientela non professionale, va rilevato che, nell'ambito della gestione individuale di portafogli, la scelta d'investimento non è autonomamente compiuta dal cliente, ma disposta da un intermediario "professionale", rispetto al quale vengono meno i presupposti stessi che giustificano il riconoscimento del diritto di ripensamento.

Per quanto attiene infine alla lett. a) dell'art. 14, comma 2 dello Schema di regolamento, si osserva che la previsione dell'importo minimo di sottoscrizione pari a euro 500.000 rischia di generare effetti concorrenziali fortemente pregiudizievoli, derivanti dall'imposizione di condizioni più onerose rispetto a quelle riscontrabili per i FIA riservati di Stati membri diversi dall'Italia.

Inoltre, pur essendo consapevoli che la previsione di tale limite rappresenta un punto di continuità con quanto previsto dall'art. 16 del DM 228/1999 in materia di fondi speculativi, sussistono delle riserve circa il fatto che l'imposizione di un simile limite possa contribuire a rafforzare la tutela predisposta a vantaggio degli investitori non professionali, soprattutto se raffrontato con i presidi di cui all'art. 14, comma 2 dello Schema di regolamento.

Si rimane a disposizione per ogni chiarimento e si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

Annunziata & Conso