

Giugno 2014

Recepimento della Direttiva AIFMD e conseguenze per i Fondi Immobiliari Italiani. Analisi dello Schema di regolamento attuativo dell'articolo 39 del TUF "Struttura degli OICR italiani".

Carlo F. Maggi

Il Decreto Legislativo 4 marzo 2014 n. 44 dà attuazione alla Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (FIA), compresi quindi i Fondi Immobiliari. Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 70 del 25 marzo 2014, il Decreto che, entrato in vigore il 9 aprile 2014, ha apportato importanti modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF), definendo regole armonizzate applicabili a tutti i gestori di fondi di investimento diversi da quelli UCITS e disponendo regole di condotta, di trasparenza informativa e requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio analoghi a quelli previsti dalla "Direttiva UCITS".

Il Titolo III del TUF è stato anch'esso riorganizzato, trasponendo la disciplina dei fondi comuni di investimento, di cui al previgente articolo 37, nel nuovo articolo 39 "Struttura degli OICR italiani". E' stato recentemente posto in consultazione pubblica (MEF 21/05, scad. 10.06.2014) uno Schema di regolamento attuativo del citato articolo 39, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR.

Di seguito analizziamo le principali differenze con il D.M. n. 228/1999, cercando di comprenderne la *ratio*.

In primo luogo si può notare (**Articolo 1**) che lo schema di D.M. non contiene l'elenco di soggetti che rientrano nella categoria di investitori qualificati, a differenza di quanto previsto all'art.1, comma 1, lettera h), del D.M. n. 228/1999. La divergenza deriva dalla tassatività dei soggetti che possono investire in FIA (Fondi di Investimento Alternativi) italiani e cioè gli *investitori professionali* (art.6, comma 2 quinquies e 2 sexties del TUF) e le *categorie di investitori* individuate dall'*art.14* del Regolamento (declinato nel prosieguo).

Per quanto riguarda i criteri di ammissione alla negoziazione (**Articolo 5, comma 1**), per i fondi chiusi viene eliminato l'obbligo di quotazione che, ai sensi dell'articolo 5 D.M. 228/1999, interviene nella misura in cui l'ammontare minimo di sottoscrizione sia inferiore a 25.000,00 euro. Verosimilmente, l'obbligo di quotazione già previsto nel DM 228/99, non ha sortito gli sperati effetti di "liquidità" del mercato dei Fondi Immobiliari e pertanto non appare più necessario un tale importante vincolo.

Inoltre, diversamente dal D.M. 228/1999, (**Articolo 5, comma 2**) non possono quotarsi i FIA che prevedono nel regolamento la riapertura delle sottoscrizioni (Fondi Semi-chiusi), che attualmente possono quotarsi in virtù delle novità normative introdotte con il DM 197/2010. La divergenza con ogni probabilità discende dal fatto che nei fondi semi chiusi quotati esistono due diverse possibilità di “uscita”, che operano a valori diversi, dando luogo a meccanismi distorsivi tali da consentire agli investitori facili arbitraggi tra valore di mercato e NAV. L’arbitraggio è possibile in quanto gli investitori possono acquistare o vendere le quote presso la SGR in occasione delle “finestre”, a NAV, ed anche in Borsa a valore di mercato (notoriamente più basso del NAV, anche di molti punti percentuali: nel 2013 si sono toccate punte del 60% di sconto su alcuni fondi).

Per quanto riguarda le operazioni in conflitto di interesse (**Articolo 10**), fermo restando il divieto (questa volta inderogabile), rispetto all’articolo 12 del D.M. 228/1999, l’unica novità consiste nella possibilità di prevedere nel regolamento del FIA i casi 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, inoltre, 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 previsti sia dal Regolamento 231/2013 (attuativo dell’AIFMD) che dal Regolamento congiunto Banca d’Italia e Consob, emanato ai sensi dell’articolo 6, comma 2 bis, del TUF.

Per quanto riguarda i possibili partecipanti ai FIA italiani riservati (**Articolo 14**), tra gli stessi si possono annoverare anche investitori non professionali, nel rispetto tassativo delle seguenti modalità:

a) L’ammontare minimo di sottoscrizione delle quote o delle azioni è di importo non inferiore a 500.000,00. Le quote non possono essere frazionate.

Pur avendo chiara la *ratio* di tutela dell’investitore, il limite di importo di 500.000,00 euro (probabile retaggio dell’attuale previsione in tema di fondi speculativi del DM 228/1999) appare esagerato e potrebbe limitare quasi completamente l’apertura di tale tipologia di FIA a investitori non professionali, mentre il divieto di frazionamento delle quote rischia di rendere ancor più illiquido questo particolare mercato. Un limite di 250.000,00 euro o addirittura, di 100.000,00 euro (per analogia all’art. 34-ter, comma 1, lettera f, del regolamento Consob n. 11971/99 e successive modifiche e integrazioni, quale fattispecie di esenzione dagli obblighi in materia di offerta al pubblico), apparirebbe certamente più congruo e più accessibile, pur salvaguardando gli obiettivi di tutela;

b) L’investitore non professionale dichiara per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per la sottoscrizione delle quote o delle azioni, di essere consapevole dei rischi connessi all’investimento previsto;

c) L'efficacia del contratto è sospesa per la durata di 7 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.

Il Regolamento disciplina anche la relazione con Enti Pubblici (**Articolo 14, comma 2**): le quote di FIA riservati possono essere commercializzate a Enti Pubblici che non hanno le caratteristiche per essere classificati come clienti professionali ai sensi del D.M. 236/2011 limitatamente al caso in cui la partecipazione di tali soggetti avvenga attraverso il conferimento diretto di beni ai fondi ex articolo 33 D.L. 98/2011.

A maggior tutela dell'investitore è previsto infine che - oltre a quanto stabilito dall'articolo 37 TUF - il regolamento del FIA deve obbligatoriamente indicare che:

- il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;
- la possibilità di derogare ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabiliti da Banca d'Italia per i FIA non riservati;
- l'obiettivo, il profilo di rischio, lo stile di gestione e le tecniche di investimento del FIA ed il livello massimo di leva finanziaria del FIA;
- il limite prudenziale del FIA.

Si osserva, infine, in tema di governance dei FIA, che diversamente da quanto previsto dal Titolo V del D.M. 228/1999 che, in attuazione del caducato articolo 37, comma 2-bis, del TUF, regola l'Assemblea dei partecipanti dei fondi chiusi, lo schema di Regolamento in consultazione non contiene la medesima disciplina. Tale divergenza promana dal fatto che tra i criteri di delega contenuti nel nuovo articolo 39 TUF non compare l'assemblea dei fondi. E certamente l'intento del delegante è stata una deregolamentazione degli Organi di *governance* dei FIA riservati, con la tendenza ad assegnare alla SGR il compito di prevedere nei regolamenti dei fondi riservati le modalità di funzionamento e gli organi del fondo (cfr. articolo 37, commi 1 e 2, del TUF).

Occorre ricordare invece che, quanto ai fondi chiusi diversi dai FIA riservati (es. Fondi *retail*), ai sensi dell'articolo 39, comma 3, del TUF c'è stata un'attività volta alla riduzione dei quorum deliberativi (le deliberazioni dell'Assemblea dei fondi sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea ed il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione, contro il 30% precedente) per riunirsi in assemblea dove ai quotisti è consentito solo più deliberare per la sostituzione del gestore.

La tendenza che emerge è dunque di massima libertà negoziale per i FIA chiusi riservati e per contro un sempre minore coinvolgimento dei quotisti nelle decisioni di governance dei FIA chiusi non riservati ad investitori professionali.