



Milano, 25 settembre 2020

A mezzo email (PEC)
ram@pec.bancaditalia.it

Spett.le

BANCA D'ITALIA,
Servizio Regolamentazione e Analisi
Macroprudenziale,
Divisione Regolamentazione II,
Via Milano 53,
00184 ROMA

CONSULTAZIONE PUBBLICA

MODIFICHE AL REGOLAMENTO SULLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO.

Gentili Signori,

abbiamo il piacere di inviarVi, qui di seguito, le nostre osservazioni in merito al documento di cui in oggetto sottoposto a pubblica consultazione.

L'occasione ci è gradita per porgere i nostri migliori saluti.

Avvocato Paolo Carrière, CBA Studio Legale e Tributario, Milano - Professore a contratto di diritto commerciale presso l'Università Commerciale "Luigi Bocconi", Milano.

20122 MILANO
C.so Europa, 15
Tel. +39 02 778061
Fax +39 02 76021816
E-mail: milano@cbalex.com

00198 ROMA
Via Donizetti, 10
Tel. +39 06 89262900
Fax +39 06 89262921
E-mail: roma@cbalex.com

35137 PADOVA
Galleria dei Borromeo, 3
Tel. +39 049 0979500
Fax +39 049 0979521
E-mail: padova@cbalex.com

30135 VENEZIA
Santa Croce, 251
Tel. +39 041 2440266
Fax +39 041 2448469
E-mail: venezia@cbalex.com

D-80539 MÜNCHEN
Ludwigstrasse 10
Tel. +49 (0)89 99016090
Fax +49 (0)89 990160999
E-mail: muenchen@cbalex.com

Sommario

1. PREMESSA	3
PARTECIPAZIONE ALLA CONSULTAZIONE AVENTE AD OGGETTO: “MODIFICHE AL REGOLAMENTO SULLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO”	3
CONTENUTO DELLA NOSTRA PROPOSTA IN SINTESI.....	3
2. LO SCHEMA DI FUNZIONAMENTO DEI “FONDI DI RISTRUTTURAZIONE”	4
3. INQUADRAMENTO COMPARATISTICO E ISTANZE DI TIPIZZAZIONE SOCIALE DEI FONDI DI RISTRUTTURAZIONE	5
4. INQUADRAMENTO NORMATIVO DEI FONDI DI RISTRUTTURAZIONE	7
5. INQUADRAMENTO NELL’AMBITO DELLE DISPOSIZIONI PRUDENZIALI DI VIGILANZA: IN PARTICOLARE IL “COMPARTO CREDITI”	9
6. (SEGUE, IN PARTICOLARE) IL COMPARTO NUOVA FINANZA	14

1. PREMESSA

PARTECIPAZIONE ALLA CONSULTAZIONE AVENTE AD OGGETTO: “MODIFICHE AL REGOLAMENTO SULLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO”

Facciamo riferimento allo schema delle modifiche del “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” (“RGC”) sottoposte a Consultazione e, in particolare quelle volte a rivedere alcune disposizioni applicabili ai FIA italiani chiusi, mirando «*a semplificare la disciplina applicabile ai FIA italiani chiusi per rimuovere alcuni potenziali ostacoli alla loro diffusione e facilitarne l’impiego come canale di finanziamento all’economia reale*»; a tal fine, *inter alia*, viene proposto l’innalzamento del limite di concentrazione per gli investimenti in crediti verso la stessa controparte applicabile ai FIA chiusi italiani non riservati (dal 10 al 20 per cento del patrimonio netto) e rimosso questo limite per i FIA chiusi italiani riservati.

CONTENUTO DELLA NOSTRA PROPOSTA IN SINTESI

Nell’aderire convintamente alla proposta oggetto della Consultazione, viene nel prosieguo illustrata la sua piena compatibilità e auspicabilità rispetto alla fattispecie dei **Fondi di Ristrutturazione**; fattispecie di recente emersione e tipizzazione “sociale” ma meritevole ormai anche di un pieno riconoscimento – in considerazione delle sue peculiari specificità – anche nella normativa secondaria, facendo peraltro seguito all’orientamento di recente già espresso da questa rispettabile Autorità di vigilanza, nell’ambito del Documento: Banca d’Italia/Consob/Ivass n. 8 “*Tavolo di coordinamento fra Banca d’Italia, Consob ed Ivass in materia di applicazione degli IAS/IFRS Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay (“UTP”) in cambio di quote di fondi di investimento*”.

Come verrà più diffusamente illustrato in appresso, un tale riconoscimento dei Fondi di Ristrutturazione, con l’obiettivo di rimuovere gli ostacoli alla loro diffusione, facilitando così il ricorso ad essi quali innovativi schemi di gestione virtuosa degli UTP¹, **dovrebbe inoltre richiedere l’estensione del prefigurato intervento sul RGC, al fine di chiarire esplicitamente che anche due ulteriori e connessi profili di vigilanza risultano - al pari del limite di concentrazione - del tutto inconferenti e inapplicabili**

¹ Secondo gli auspici più volte formulati dai vertici di questa Autorità: Cfr. Governatore della Banca d’Italia, il quale, ancora al 26° Congresso ASSIOM Forex dell’8 febbraio 2020 ha ribadito come: «*In un paese come il nostro, caratterizzato da procedure di recupero dei crediti particolarmente lunghe, le nuove prassi europee in materia di prestiti deteriorati hanno stimolato lo sviluppo di un’industria non bancaria per la loro gestione. È essenziale che quest’ultima sia efficiente, a beneficio di coloro che vi investono e delle banche. Va prestata attenzione nelle fasi successive alle cessioni o alle cartolarizzazioni di sofferenze (...). Nel caso di cessioni di esposizioni classificate come inadempienze probabili, è importante favorire quanto più possibile il rilancio delle imprese in difficoltà; come ho già ricordato in altre occasioni, benefici possono derivare dall’intervento di operatori specializzati nelle ristrutturazioni aziendali (fondi di turnaround) in grado di fornire nuova finanza e specifiche capacità imprenditoriali*».

rispetto alle specificità funzionali e strutturali dei Fondi di Ristrutturazione ed estranei alle esigenze di vigilanza che si pongono per essi: (i) la durata dei “crediti” (che nell’attuale disciplina non può eccedere la durata del fondo), nonché; la leva finanziaria (che non può superare il limite di 1,5).

2. LO SCHEMA DI FUNZIONAMENTO DEI “FONDI DI RISTRUTTURAZIONE”

Lo schema operativo a cui facciamo riferimento è quello del “fondo comune di investimento”, in particolare un FIA chiuso riservato di diritto italiano (di seguito il “**Fondo di Ristrutturazione**” o “**Fondo**”) articolato in due comparti: il Comparto Crediti e il Comparto Nuova Finanza. Nella sua fase genetica il Fondo vede l’“apporto” (sotto forma di cessione con contestuale compensazione del debito da sottoscrizione delle quote) di crediti “problematici” (UTP) detenuti da una serie di banche (di seguito le “**Banche**”) al Comparto Crediti così formando l’originario nucleo patrimoniale oggetto di gestione, a fronte della contestuale attribuzione delle quote del Fondo stesso alle Banche “cedenti”; i crediti oggetto di “apporto” saranno quindi gestiti professionalmente dalla SGR secondo una politica gestionale che avrà come obiettivo primario la “ristrutturazione” di quei crediti, tramite la fuoriuscita delle imprese *target* dalla situazione di crisi in cui versano, onde massimizzarne il *recovery rate*. **Da questo punto di vista, dunque, può sin da ora osservarsi come oggetto dell’attività gestoria non sono qui propriamente i “crediti” in quanto tali, autonomamente e singolarmente considerati, quanto piuttosto le imprese debitrice che si trovano in stato di “crisi” (in questo similmente ai fondi di *private equity* specializzati in *turnaround*).**

Evidentemente, un elemento cruciale di questo schema sta nella possibilità del fondo di subentrare in una quota rilevante dell’indebitamento delle imprese in crisi e sottoposte a ristrutturazione; solo così si massimizzeranno i benefici di questo schema di gestione del processo di ristrutturazione rispetto alla situazione di partenza che vede una pluralità atomistica di posizioni creditorie, spesso tra loro contrapposte, in capo alle normalmente numerose banche creditrici. Dal lato delle imprese in crisi, questa benefica concentrazione delle posizioni creditorie prima polverizzate, comporterà una più incisiva professionalizzazione (accelerazione e semplificazione) dell’intervento di ristrutturazione; dal lato delle banche cedenti ciò dovrebbe riflettersi in un miglioramento dei bilanci, nella liberazione di risorse per effetto della *derecognition*, nella razionalizzazione organizzativa e nel conseguente contenimento dei costi, nel miglioramento delle prospettive di *recovery* di quei crediti problematici (indirettamente attraverso la valorizzazione delle quote detenute nel Fondo e dei flussi derivanti dai proventi da esso distribuiti). In definitiva, lo schema di intervento adottato dal Fondo di Ristrutturazione promuove e consente una efficace esternalizzazione e un generale efficientamento di un ruolo e di una funzione che non è e non dovrebbe esser propria della banca in un sistema come il nostro tuttora improntato al principio di separatezza banca-industria. Altrettanto funzionale ad un efficiente processo di ristrutturazione dell’impresa in crisi appare

l'imprescindibile accompagnamento di quel processo con la disponibilità di c.d. “nuova finanza”; in tal senso, il Fondo di Ristrutturazione, in linea con i modelli operativi che si vanno consolidando nella prassi, prevede dunque un intervento anche su tale complementare fronte, affiancando al principale e tipico Comparto Crediti, un **complementare, accessorio e funzionale** Comparto Nuova Finanza destinato proprio a supportare la ristrutturazione delle società *target* attraverso l'erogazione di “nuova finanza”. Alla luce della peculiare politica gestoria che caratterizza quindi il Fondo di Ristrutturazione (in entrambi i suddetti comparti) e che ha ad oggetto, appunto, la “ristrutturazione” di (crediti problematici verso) imprese in stato di crisi, occorre verificare se e in che limiti possa oggi delinearsi un nuovo modello tipologico-regolamentare di “fondo comune di investimento”, al fine di procedere innanzitutto alla sua corretta collocazione sistematica (operazione che prelude logicamente all'individuazione della **Disciplina Regolamentare** ad esso applicabile) e di indagarne, in particolare, quei peculiari profili di operatività che richiedono un adeguamento della vigente normativa.

3. INQUADRAMENTO COMPARATISTICO E ISTANZE DI TIPIZZAZIONE SOCIALE DEI FONDI DI RISTRUTTURAZIONE

Al pari della tipologia dei c.d. fondi di *private equity*², può oggi osservarsi una crescente **tipizzazione “sociale”**, anche se non ancora normativa (almeno nel nostro Ordinamento), di quelli che abbiamo chiamato Fondi di Ristrutturazione³, per i quali può oggi osservarsi anche un primo recente “riconoscimento” della loro

² Si osservi tuttavia come una piena assimilazione dei fondi di *private equity* – figura a-tecnica e a-normativa a cui nella prassi sono riconducibili anche i “fondi di *turnaround*” che si differenziano dai Fondi di Ristrutturazione per intervenire normalmente e ab initio nell'*equity* di imprese in crisi da sottoporre a processi di ristrutturazione – potrebbe essere, sotto certi aspetti, foriera di ricadute disciplinari potenzialmente problematiche; in tal senso, occorre subito marcare come differenza tra le due fattispecie la circostanza che mentre i fondi di *private equity* investono prioritariamente in strumenti finanziari di *equity* o quasi-*equity*, i “Fondi di Ristrutturazione” investono inizialmente, per quanto non esclusivamente, in “crediti”; la possibilità, per certi versi fisiologica, che il loro patrimonio venga, nel corso della vita del fondo, investito in strumenti finanziari, soprattutto di *equity*, o quasi-*equity*, è legata poi essenzialmente a successive operazioni di “conversione” che fossero funzionali alla più efficiente ristrutturazione dell'impresa *target* debitrice e, quindi, nell'ottica di una migliore “*recovery*” dei crediti oggetto di investimento iniziale. Una frettolosa assimilazione tra le due fattispecie, che non apprezzasse correttamente queste differenze, potrebbe far ritenere applicabile, lato banche cedenti/conferenti, una disciplina di vigilanza bancaria che non sarebbe invece qui affatto appropriata e che potrebbe talora ingessare la loro partecipazione a queste operazioni, tipicamente in relazione alla disciplina “banca-industria”. Viceversa, sotto il profilo di **disciplina prudenziale** applicabile, la fattispecie dei “Fondi di Ristrutturazione”, appare assimilabile a quella dei cc.dd. fondi di *private equity* condividendone sotto questo profilo *ratio* e obiettivi di vigilanza. Ciò detto, i regolamenti dei “Fondi di Ristrutturazione” potranno poi mutuare ampiamente da quelli di *private equity*, modelli operativi e schemi negoziali, in materia di *governance*, politiche di remunerazione dei gestori etc.

³ In dottrina con riferimento alla specifica fattispecie mi sia consentito di rinviare a P. CARRIÈRE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Rivista delle Società* n. 4/2016; ID., ‘Restructuring Funds’: an Alternative Tool for a Systemic Approach to Active Management of Unlikely to Pay (UTP), febbraio 2020, BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2020-132, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3541626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3541626>, nonché a M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 3/2017, nota 6, p. 299; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, 2017, nota 47, p. 8; F. BRIOLINI, *Principio capitalistico quo vadis?*, Torino 2016, nota 22, p. 284; GUIOTTO, *I finanziamenti alle imprese in*

peculiare natura e struttura ad opera delle Autorità di Vigilanza, Documento Banca d'Italia/Consob/Ivass n. 8 “*Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Ivass in materia di applicazione degli IAS/IFRS Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay (“UTP”) in cambio di quote di fondi di investimento*”.

Come già accennato, i Fondi di Ristrutturazione paiono infatti porsi come la più efficiente soluzione per superare quello che oggi risulta, ad ogni operatore delle ristrutturazioni, il principale ostacolo di natura operativa all’applicazione con successo dei tradizionali strumenti di composizione della crisi d’impresa (piani, accordi o concordati): la lentezza, complessità e farraginosità della dialettica che in ogni operazione è destinata a svilupparsi tra banche e impresa debitrice e spesso ancor più acutamente, all’interno del ceto bancario stesso, tra banche portatrici di interessi disomogenei, quantitativamente e qualitativamente. Da qui i tempi ormai dilatatissimi delle operazioni e la difficoltà di una interlocuzione che pretenderebbe, per sua natura, tempi di reazione rapidissimi e modalità dirette.

In una **prospettiva comparatistica** si osserva, poi, in diverse giurisdizioni, l’espressa previsione e disciplina di veicoli appositamente destinati alla gestione attiva ed efficiente di *non performing loans* (“NPL”) in alternativa ai tradizionali modelli di gestione: quelli interni alle banche ovvero quelli affidati al modello della cartolarizzazione. In particolare, occorre notare il crescente ricorso a modelli di *asset management companies* (“AMCs”), finalizzate proprio ed esclusivamente alla gestione attiva di NPL, facendosi dunque ricorso al tradizionale modello operativo del fondo (sia esso di natura contrattuale o societaria). Di particolare interesse risulta a tal fine l’indagine condotta dalla Banca Centrale Europea, da cui può evincersi come la esplicita regolamentazione di tali veicoli sia ad oggi presente in alcuni Paesi UE (ad esempio, Irlanda, Slovenia, Spagna) mentre sia tuttora assente una specifica disciplina in altri Paesi UE (tra cui l’Italia)⁴.

Come anticipato, nel **nostro Ordinamento** – nonostante la crescente tendenza alla tipizzazione a livello nazionale ed europeo – il fenomeno non ha ad oggi costituito oggetto di specifico intervento legislativo, benché si moltiplichino i richiami alla necessità di intervenire per creare un ambiente normativo che sia quanto più funzionale e “accogliente” per questi innovativi modelli di gestione del problema NPL del sistema bancario. Per limitarsi alle fonti più autorevoli e risalenti può citarsi il *working paper* del Fondo Monetario Internazionale⁵, laddove tra le modalità di intervento per una gestione efficiente di NPL si suggeriva il ricorso alle AMCs, ponendo l’accento proprio sul fatto che «*AMCs can help address creditor coordination problems and strengthen loan restructuring by consolidating liabilities and allowing a single*

crisi, in il Fallimento, 10/2017, nota 25, p. 1069; F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell’evoluzione normativa, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2/2018, nota 26, p. 9 e infine agli Atti del Convegno organizzato dall’Università degli Studi di Firenze il 9 e 23 febbraio 2017, “*Le soluzioni negoziali della crisi d’impresa fra presente e futuro - Buone e cattive prassi, indicazioni tecniche, riflessioni sulle norme che verranno*”, I. PAGNI e S. Stanghellini (a cura di), Volume I, 2017, 348 e ss.

⁴ Cfr. paragrafo 2.2.1 – *Sale of portfolios (Section B.1 in the country reports)* del documento *Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs*.

⁵ Cfr. N. JASSAUD-K. KANG, *A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy*, WP/15/24.

*creditor to negotiate a reorganization plan with the debtor», ovvero ai «corporate restructuring vehicles (CRVs)». In tal senso viene correttamente rilevato come «the CRVs allowed banks to partner with outside investors, both domestic and overseas, to rehabilitate distressed companies. They gave banks more options to manage their NPLs and raise their recovery value. **To operative effectively, they required a supportive regulatory, tax and market environment** [evidenza aggiunta]. In addition, to ensure the proper incentives for disposal and avoid the risk of hiding bad assets, it was important that the transfer of assets was done at fair market value and in a transparent manner⁶». L'analisi del modello AMC ha infine costituito specifico oggetto del noto c.d. *blueprint* della Commissione Europea⁷. Anche a livello domestico non sono mancati negli ultimi anni, gli auspici per una regolamentazione specifica per questi modelli innovativi di intervento al fine di facilitarne l'operatività nel mercato italiano⁸. E non possono qui non richiamarsi gli ultimi autorevoli recenti interventi delle nostre Autorità di Vigilanza tra cui da ultimo quello già citato alla nota 1.*

Da tutto quanto sopra, possiamo ritenere come ad oggi si assista, anche in ambito europeo, ad un crescente favor verso il ricorso a questi innovativi modelli di gestione attiva e più efficiente di NPL di natura bancaria e ad una loro tipizzazione “sociale” e, viepiù, anche normativa; modelli che spesso fanno riferimento proprio allo schema operativo del fondo comune di investimento.

4. INQUADRAMENTO NORMATIVO DEI FONDI DI RISTRUTTURAZIONE

Preso atto che ad oggi nel nostro Ordinamento, come detto, il fenomeno dei Fondi di Ristrutturazione applicati alla gestione specifica di processi di ristrutturazione di imprese verso cui il sistema bancario vanta UTP non è ancora stato oggetto di esplicita considerazione nella normativa primaria e/o secondaria, dall'analisi sopra condotta anche in prospettiva comparatistica, abbiamo potuto constatare come tale fattispecie di Fondi di Ristrutturazione sia oggi, a livello internazionale e in via crescente, oggetto di tipizzazione non solo “sociale” ma anche normativa e debba, dunque, ritenersi legittima e, anzi, meritevole di attenzione da parte della legislazione e dei *regulators*, come da essi stessi auspicato nei termini sopra ricordati.

Riconosciuta, dunque, la legittimità e la meritevolezza dell'operatività di questi innovativi schemi di gestione di NPL, si tratta ora – **in vista di un primo intervento di normazione secondaria che, a seguito**

⁶ Cfr. N. JASSAUD-K. KANG, op. cit., 26.

⁷ COM(2018) 133 final.

⁸ In argomento, cfr. M. VITUCCI, *Un mercato italiano degli NPLs*, in <http://www.nomisma.it/images/FOCUS-ON/20150211-FOCUS-ON.pdf>, ove può leggersi: «validi strumenti per riportare in bonis società in stato di insolvenza potrebbero essere anche i Corporate Restructuring Vehicles (CRVs). Questi veicoli piuttosto che rimuovere semplicemente asset problematici dai bilanci delle banche, investono direttamente nella società insolvente, ristrutturando il debito e riorganizzando l'attività aziendale. I CRVs potrebbero essere particolarmente utili per le piccole medie imprese italiane favorendo fusioni, espandendo o spostandosi su nuove linee di business. Tali veicoli potrebbero inoltre consentire alle banche la partnership con investitori stranieri espandendo la disponibilità di finanziamento e di competenze per favorire una più ampia ristrutturazione aziendale. Chiarire il trattamento fiscale e di vigilanza delle AMC combinato con un supporto pubblico potrebbe favorire la nascita del mercato degli NPL».

della Consultazione, intervenga a riconoscerli e disciplinarli esplicitamente – di procedere all’inquadramento giuridico del Fondo.

È necessario a tal fine concentrarsi *in primis* nella loro ricostruzione tipologica, ricercandone poi la corretta collocazione sistematica nell’ambito del vigente quadro normativo al fine, quindi, di individuare la disciplina ad essi applicabile, alla luce del peculiare profilo dell’attività gestoria che li caratterizza, sinteticamente individuabile in quella complessa e multiforme attività che oggi viene definita la “ristrutturazione” dell’impresa in crisi.

Occorre in ciò partire dalla ricomposizione di una tassonomia oggi non facilmente enucleabile dall’articolato quadro normativo della “gestione collettiva del risparmio”, osservando innanzitutto come nel vigente quadro legislativo primario non siano esattamente individuabili ben definite “categorie” di fondi sulla base della tipologia di beni in cui il patrimonio risulta investibile ovvero della filosofia gestoria perseguita; una classificazione di massima degli OICR emerge solo dal Regolamento MEF⁹, come poi implementato dalla disciplina di vigilanza di cui al Regolamento GCR¹⁰. A tal fine e considerando che – per lo meno in una prima prospettiva analitica che però, vale sin d’ora anticiparlo, apparirà fuorviante o almeno parziale – l’oggetto tipico di “investimento” dei Fondi di Ristrutturazione potrebbe apparire individuabile proprio in “**crediti**” (in particolare quelli *non-performing* o meglio, *UTP*), occorrerà soffermarsi a considerare *in primis*, e con particolare attenzione, quelle tipologie di OICR (quali oggi ricostruibili dal composito tessuto normativo secondario di vigilanza) che presentano come tipico, programmatico o primario (quando non esclusivo) oggetto di investimento i “crediti”. Nella ricostruzione di tale quadro tipologico occorre allora muovere dalla preliminare constatazione di come, tra i vari “beni” in cui il patrimonio di un OICR può essere, *inter alia*, investito – ciò emerge sin dalla definizione di OICR che si legge nell’art. 1, comma 1, lett. k) del d.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 (“**T.U.F.**”) e poi nell’art. 4, comma 1, lett. e) del Regolamento MEF – sono esplicitamente menzionati i “crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’OICR”¹¹. Già da questa definizione possono individuarsi due prospettive ben diverse che andranno, nel prosieguo, trattate separatamente: per un verso, i “crediti” quale tipologia di beni oggetto di “investimento” del patrimonio del fondo (situazione questa a cui, in una prima analisi, potrebbe apparire riconducibile l’oggetto di investimento sottostante al Comparto Crediti). Per altro verso, i “crediti” quale oggetto di operazioni di “impiego” del patrimonio del fondo per mezzo di operazioni di “finanziamento” di economie terze (*direct lending*), tale essendo la situazione a cui si riferisce la locuzione di investimenti in

⁹ Ci si riferisce al Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30 - *Regolamento attuativo dell’articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani*, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 65 del 19 marzo 2015. Il Regolamento MEF individua: (a) all’art. 8, i FIA italiani aperti; (b) all’art. 10 i FIA italiani chiusi; (c) all’art. 12 i FIA italiani immobiliari; (d) all’art. 14 i FIA italiani riservati; e (e) all’art. 15 gli OICR garantiti.

¹⁰ E cioè il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio adottato dalla Banca d’Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015.

¹¹ La locuzione «crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell’OICR» è mutuata dalla disposizione di cui all’art. 1, comma 1, lett. k), T.U.F., nonché dal Titolo I, Capitolo II, Sezione II e dal Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 1, lett. e) del Regolamento GCR.

“crediti erogati a valere sul patrimonio dell’OICR” (situazione a cui potrebbe apparire riconducibile l’oggetto di investimento sottostante al Comparto Nuova Finanza).

5. INQUADRAMENTO NELL’AMBITO DELLE DISPOSIZIONI PRUDENZIALI DI VIGILANZA: IN PARTICOLARE IL “COMPARTO CREDITI”.

Occorre ora soffermarsi sulla prima, tradizionale, prospettiva analitica in termini di “investimento” a cui pare riconducibile il Comparto Crediti, per inquadrarla innanzitutto alla luce delle tipologie di fondi individuabili nella vigente normativa, con specifico riguardo alle classi di beni che possono essere oggetto di “investimento”.

L’art. 10 del Regolamento MEF impone innanzitutto che gli OICR (*rectius*, i FIA) che investono (deve ritenersi anche solo parzialmente) in quella citata categoria di beni che sono i «*crediti o titoli rappresentativi di crediti*» debbano essere necessariamente istituiti in forma chiusa¹² (potendo poi essere “riservati” o meno). Sempre a livello di inquadramento sistematico generale, il medesimo art. 10, comma 6, prevede poi che la sottoscrizione dei FIA riservati¹³ (come definiti e disciplinati al successivo art. 14 del Regolamento MEF) possa avvenire anche mediante «*conferimento di beni in natura o di crediti*». Nell’ambito della categoria dei FIA riservati a cui dunque naturalmente si ricorrerà per l’istituzione di un Fondo di Ristrutturazione è rimesso poi al regolamento del singolo fondo l’individuazione delle specifiche tipologie di beni in cui il patrimonio potrà essere investito – tra quelli previsti dall’art. 4 del Regolamento MEF (strumenti finanziari negoziati; strumenti finanziari non negoziati, crediti, depositi, etc.) – e le politiche gestorie perseguite, venendosi quindi esso conseguentemente a collocare nell’ambito dell’una o dell’altra ulteriore tipologia normativamente ricostruibile dalla disciplina di vigilanza di cui ora ci occuperemo¹⁴.

In particolare, nella normativa secondaria l’“investimento” in “**crediti**” viene ad assumere uno specifico tratto tipologico: all’interno della macro-categoria dei «*FIA chiusi non riservati a investitori professionali*» possono enuclearsi¹⁵ due distinte tipologie di fondi che hanno ad oggetto l’investimento in crediti:

- i) «FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130»;

¹² «OICR chiuso», come definito nell’art. 1, comma 1, lett. k-ter), T.U.F.

¹³ Come da definizione di cui all’art. 1, comma 1, lett. m-quater), T.U.F.

¹⁴ Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 5 e 6.3 del Regolamento GCR.

¹⁵ V. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 5. del Regolamento GCR, sezione dedicata ai FIA chiusi non riservati a investitori professionali.

ii) «i FIA che investono in beni di cui al par. 1, lett. e) [e cioè “crediti”], diversi da quelli istituiti per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione» ovvero i “fondi che investono in crediti”;

nell’ambito invece dei FIA riservati¹⁶, sono poi oggetto di specifica considerazione, e disciplina

iii) i «fondi che investono in crediti».

I tratti peculiari di disciplina che vengono conseguentemente associati alla categorie così individuate attengono, nel caso *sub i*), alla circostanza che il patrimonio del fondo debba essere “per intero” investito nei crediti oggetto di cartolarizzazione; nei due assimilabili casi *sub ii*) e *sub iii*), la disciplina speciale attiene essenzialmente ai comuni profili della **concentrazione** dei rischi (posto che l’investimento in crediti verso una stessa controparte non potrà eccedere il 10 per cento del totale delle attività del fondo), della **durata** che devono presentare i crediti oggetto di investimento (che non può eccedere quella del fondo) e dei limiti all’utilizzo della **leva finanziaria**¹⁷. Nella sola ipotesi *sub ii*) si prevede infine una specifica disciplina con riguardo all’utilizzo degli **strumenti derivati** (ammessi solo con finalità di copertura)¹⁸.

- Passando dunque a valutare la riconducibilità dei Fondi di Ristrutturazione (e, in particolare del Comparto Crediti) nell’ambito delle citate tipologie, quali sopra ricostruite alla luce della normativa secondaria, possiamo innanzitutto escludere che essi siano riconducibili, *tout court*, nel novero della categoria dei «**FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130**»; pur potendosi individuare, per lo meno in senso lato, tratti di familiarità tra il fenomeno della cartolarizzazione dei crediti *ex l.* 30 aprile 1999, n. 130 e quello di un fondo che investa in “crediti deteriorati” (UTP) (assumendo, per ora, come corretta e utile quest’ultima prospettiva descrittiva dei Fondi di Ristrutturazione) – a maggior ragione ove tali crediti costituiscano oggetto di iniziale costituzione del patrimonio del fondo per effetto di atti di cessione – non sono tuttavia qui riscontrabili i tratti tipici e tipizzanti della fattispecie della cartolarizzazione quale originariamente considerata nell’ambito del RGC (tenendo presente che l’archetipo della “cartolarizzazione” deve ritenersi oggi inquinato da una serie di provvedimenti normativi che ne hanno snaturato l’originaria natura, fino a rendere difficilmente distinguibile da fenomeni di GCR¹⁹),

¹⁶ Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione VI, par.1 del Regolamento GCR.

¹⁷ V. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 5.; Titolo V, Sezione VI, par. 1; V. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 6.3, (a tali fini – chiarisce la nota 52 del Regolamento GCR – non sono considerati i fondi «che concedono prestiti unicamente funzionali o complementari all’acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni». Ipotesi che nel caso dei Fondi di Ristrutturazione potrà molto spesso riscontrarsi nell’operatività del “comparto nuova finanza”) del Regolamento GCR.

¹⁸ V. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 6.3 Titolo V, Capitolo III, Sezione VI, par. 1 del Regolamento GCR.

¹⁹ P. CARRIÈRE, *Verso una concorrenza (sleale?) di modelli sul mercato dei NPL?*, in *Diritto Bancario on-line* maggio 2017 e successivamente ID., *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in *Diritto Bancario on-line* novembre 2017; ID., *Le frontiere della “cartolarizzazione” si spingono ancora oltre. Un primo commento all’ultimo intervento di modifica della Legge n. 130 del 1999*, in *Diritto Bancario online*, gennaio 2019; ID., *La (ambigua) definizione delle nuove frontiere della cartolarizzazione: “dei proventi immobiliari” o “degli immobili”?* in *Diritto Bancario online*, aprile 2019.

pur nella sua natura multiforme e cangiante che, come noto, può ben assumere anche la fisionomia del fondo comune di investimento²⁰. In particolare, non appare inconciliabile nelle due distinte ipotesi dei “fondi di cartolarizzazione” e dei Fondi di Ristrutturazione la composizione del substrato patrimoniale che, nei “fondi di cartolarizzazione”, non poteva (non più per effetto dell’art. 7.1 comma 3 e 7.2 della L. 139/99) che essere costituita da “crediti”; mentre, come ora vedremo, nei Fondi di Ristrutturazione questo non può affatto ritenersi un tratto tipico e imprescindibile del patrimonio gestito se non, forse e comunque non necessariamente, solo nella fase genetica e iniziale del fondo. Altrettanto, se non più diversa e inconciliabile appare, nelle due fattispecie, la filosofia gestoria applicata al patrimonio oggetto di gestione: nel caso di “fondi di cartolarizzazione” (“tradizionali”) di natura eminentemente statica e conservativa; nel caso dei Fondi di Ristrutturazione, per natura dinamica ed evolutiva.

- Più articolata deve essere l’analisi in merito alla riconducibilità dei Fondi di Ristrutturazione nel novero dei “**fondi che investono in crediti**”²¹ di cui sopra ai punti ii) e iii), da cui discenderà l’applicabilità o meno anche ai primi dei vincoli prudenziali colà considerati e che attengono come visto, **al grado di concentrazione, alla durata dei crediti e all’utilizzo della leva finanziaria.**

Ora, al fine di impostare correttamente tale analisi, dobbiamo tornare sull’individuazione dei tratti peculiari che presenta l’attività gestoria tipicamente perseguita dalla “nuova” tipologia di fondi a cui è riconducibile il Fondo che, come detto, risulta sinteticamente descrivibile in termini di “ristrutturazione” di (crediti problematici di) imprese in stato di “crisi”; deve allora rilevarsi come, in tale tipologia di fondi, solo un’analisi superficiale potrebbe indurre a ritenere che qui il principale o tipico bene oggetto di “investimento” sia costituito da “crediti”; questa descrizione appare infatti parziale e, come vedremo, potrebbe risultare fuorviante ove, in virtù di essa, si volesse ricondurre la fattispecie dei Fondi di Ristrutturazione a quella dei “fondi che investono in crediti” e, conseguentemente, alla relativa disciplina.

Innanzitutto, infatti, potrebbe financo revocarsi in dubbio che, nella fattispecie, possa individuarsi una vera e propria attività di “investimento” del patrimonio del fondo in “crediti”, essi costituendo oggetto dell’iniziale “apporto” delle banche a fronte delle quote del fondo stesso, venendosi così a costituire il substrato patrimoniale iniziale del fondo, oggetto successivamente di “gestione attiva”.

Peraltro, anche a prescindere da tale ricostruzione, i “crediti” verrebbero qui semmai a costituire il tipico – ma comunque non certo necessariamente esclusivo (si pensi, tipicamente, a

²⁰ V. tradizionalmente riconducibili a quelli che, in altre esperienze, erano i cc.dd. *fonds de créances*, oggi esplicitati dall’art. 7 della l. 30 aprile 1999 n. 130.

²¹ Fattispecie talora sinteticamente qualificata come “fondi di crediti”, con locuzione che però oggi si presta a facile confusione rispetto alla fattispecie, di nuovo conio normativo, degli «OICR di credito», di cui al nuovo Capo II-*quinquies* del Titolo Terzo, Parte II del T.U.F., su cui si rimanda al paragrafo 6.

strumenti finanziari partecipativi e anche a strumenti di *equity*) – oggetto di “investimento”, solo in una fase iniziale dell’orizzonte gestorio che caratterizza tali fondi, essendo essi destinati a trasformarsi, nel corso della dinamica gestione svolta dalle Sgr, sia nei loro tratti morfologici (essendo oggetto di proroghe, riscadenziamenti, remissioni, stralci, consolidamenti, cessioni, etc.) che, assai spesso, financo in quelli “ontologici”; può infatti ritenersi uno scenario per certi versi tipico e fisiologico nella evoluzione del patrimonio gestito dalle Sgr, la tendenziale trasformazione, *sub specie di* “conversione”, magari anche per buona parte, dei “crediti” inizialmente ceduti/conferiti in “strumenti finanziari” (di *equity* o *quasi-equity*, strumenti finanziari partecipativi di *equity* o di debito, etc.). Il patrimonio del Fondo di Ristrutturazione tenderà dunque naturalmente a trasformarsi dinamicamente e almeno parzialmente, in quello che tradizionalmente e per certi versi potrebbe apparire riconducibile al classico patrimonio di un fondo c.d. di *private equity*²². In tal senso, le politiche gestionali perseguite dal gestore di un Fondo di Ristrutturazione si pongono allora in un nuovo territorio intermedio tra quelle tipiche di un “fondo di *private equity*” e quelle tipiche di un “fondo che investe in crediti”, condividendo assai più con la prima fattispecie la *ratio* e gli obiettivi di vigilanza prudenziale.

Con la locuzione di “fondi che investono in crediti”, con riguardo all’utilizzo fattone nelle disposizioni di cui sopra ai punti ii) e iii), deve dunque ritenersi che ci si riferisca a quei fondi che tipicamente, o meglio, programmaticamente investono (attraverso, quindi, una serie di atti di compravendita) essenzialmente (se non proprio esclusivamente, come invece è imposto per i “fondi di cartolarizzazione” ex l. 30 aprile 1999, n. 130) in “crediti”, perseguendo quindi una filosofia gestoria di quei crediti eminentemente di tipo conservativo, finalizzata al loro mero recupero, al loro incasso, con le modalità che di volta in volta potranno risultare le più adeguate in virtù della loro natura *performing* o *non performing*. In questo, la tipologia di fondi ora in esame appare dunque assai simile (ed infatti la collocazione della previsione normativa è ad essi contigua) a quella dei «FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130» di cui al punto i) di cui sopra, pur non potendosi arrivare ad una piena assimilazione di fattispecie e di disciplina, per la mancanza di qualche ulteriore elemento tipico. E i tratti di disciplina prudenziale sopra visti (**in termini di concentrazione dei rischi e, ancor più, di durata che devono presentare i “crediti”**) paiono del tutto coerenti e funzionali con la natura e la filosofia di questi fondi; atteso che la loro politica gestionale tipica consiste nel recupero, nell’incasso dei “crediti” che costituiscono oggetto del patrimonio, ecco dunque perché la loro durata non debba eccedere quella del fondo²³. Né

²² Fondi di *private equity* che, pur non assumendo autonoma dignità normativa, hanno una tipicità sociale che si riflette in specifici e consolidati modelli operativi. Ma vedi sopra alla nota 3.

²³ Analoga conclusione par di potersi trarre con riguardo alla nuova figura degli «OICR di credito», di cui ci occuperemo al successivo paragrafo, i quali sotto un profilo di disciplina prudenziale dovranno quindi essere ricompresi nell’ambito della categoria strutturale dei “fondi di investimento in crediti”. Ove, tuttavia, tali OICR di credito siano previsti – in forma di “comparti” – nell’ambito di un Fondo

qui appare configurabile come fisiologica l'ipotesi di una gestione dinamica che veda, come normali, successivi atti di conversione, cessione o dismissione, di crediti non ancora scaduti. Sotto altro profilo, deve notarsi come neppure possa ritenersi plausibile una interpretazione che voglia leggere la locuzione “fondi che investono in crediti” come da intendersi riferibile in via generica a qualsiasi tipologia di “fondo”, qualora esso investa – in quanto compatibile col suo regolamento – anche solo saltuariamente e comunque non programmaticamente in “crediti” e che, quindi, in tale evenienza quei crediti debbano comunque e sempre rispettare i visti limiti di concentrazione dei rischi e/o durata. A tale conclusione può giungersi sulla base di due argomenti ermeneutici. Innanzitutto e in particolare, se quello della “durata” avesse dovuto porsi come un tratto qualificante di ogni “credito”, quale categoria generale di beni in cui il patrimonio di un OICR risulta investibile, tale elemento avrebbe dovuto esser piuttosto esplicitato nell'ambito della stessa definizione generale individuabile nell'art. 4, comma 1, lett. e) del Regolamento MEF, ovvero nella speculare previsione di cui alle disposizioni del Regolamento GCR²⁴. Dall'analisi di alcuni tratti della disciplina in esame (in particolare il limite di concentrazione dei rischi e il limite della leva finanziaria) emerge poi come essa non risulti atomisticamente riferibile ai singoli crediti oggetto di investimento, ma “strutturalmente” al complessivo patrimonio di un fondo il quale si postula, appunto, integralmente (o principalmente) costituito da crediti.

- **A conclusione di questa analisi risulta allora da ESCLUDERE la riconducibilità della fattispecie dei Fondi di Ristrutturazione (nella sua componente tipica del Comparto Crediti) nel novero di quelle specifiche tipologie di fondi considerate dalla normativa secondaria in virtù della circostanza che il loro patrimonio venga (tipicamente, programmaticamente e/o esclusivamente) investito in “crediti”. I Fondi di Ristrutturazione e, in particolare, il loro Comparto Crediti, alla luce della ricostruzione sopra fatta del loro tipico substrato patrimoniale (costituito da crediti nella fase genetica e iniziale e da strumenti finanziari di *equity* o *quasi-equity* o debito, nel corso della vita del fondo) e della loro peculiare filosofia gestoria (avente ad oggetto più l'impresa debitrice in stato di crisi, piuttosto che i crediti in quanto tali) non risultano, dunque, riconducibili ad alcuna già definita tipologia normativa di fondi. In particolare, avendo riguardo alla *ratio* delle prescrizioni prudenziali applicabili ai “fondi che investono in**

di Ristrutturazione con la finalità di rendere un servizio **complementare, accessorio e funzionale** – come visto sopra – alla operatività del comparto crediti e, quindi, in linea con la medesima filosofia gestoria che lo caratterizza, la conclusione pare dover essere necessariamente diversa, dovendosi per evidenti motivi di omogeneità, giungere alla medesima conclusione raggiunta nel testo con riferimento al Comparto Crediti. È infatti evidente che, come detto, l'operatività dei due comparti debba necessariamente avvenire “in parallelo” (“*pari passu*”) nel rispetto della medesima politica gestoria (v. più diffusamente oltre al paragrafo 6).

²⁴ Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 1, lett. e) del Regolamento GCR.

crediti” (e, in particolare, quella della “concentrazione”, quella della “durata” dei crediti e della “leva finanziaria”), in occasione dell’intervento di modifica della normativa, sarebbe dunque opportuno chiarire esplicitamente - al fine di evitare qualsiasi ambiguità che possa rendere più incerto il ricorso ad essi - come tali prescrizioni non siano applicabili ai Fondi di Ristrutturazione, con riguardo *in primis* al Comparto Crediti.

6. (SEGUE, IN PARTICOLARE) IL COMPARTO NUOVA FINANZA

Con l’emanazione del d.l. n. 18 del 14 febbraio 2016 convertito con modificazioni dalla l. 8 aprile 2016, n. 49 – che introduce nella Parte II, Titolo III, del T.U.F. il nuovo Capo II-*quinquies*, rubricato «**OICR di credito**» (nuovi articoli da 46-*bis* a 46-*quater*) – è stata definitivamente confermata la possibilità, anche per i FIA (e non solo quelli italiani ma anche, a certe condizioni, quelli UE), di effettuare attività di concessione di finanziamenti, purché a favore di soggetti mutuatari diversi dai consumatori²⁵, delineandosene una specifica, disciplinata. Si è così disciplinata una tale operatività che, come visto, costituisce spesso per i Fondi di Ristrutturazione il naturale complemento dell’attività di “investimento” in crediti ristrutturandi.

Si osservi peraltro che anche sotto un profilo definitorio e di ricostruzione del perimetro oggettivo di tale nuova fattispecie degli OICR di credito, non vi è tuttora piena condivisione nella dottrina che per prima si è occupata di essa²⁶.

Occorre ora osservare come la disciplina del *direct lending* sia di natura eminentemente “comportamentale”, limitandosi cioè a disciplinare alcune regole di condotta che dovranno adottarsi nello svolgimento di tale attività (essenzialmente prevedendosi che essa possa esser svolta solo nei confronti di soggetti non “consumatori” ed estendendo ad essa la disciplina della trasparenza e i poteri sanzionatori di cui

²⁵ Ove l’erogazione di finanziamenti fosse rivolta solo a società controllate dal o collegate al fondo – sotto forma di “finanziamenti soci” – deve ritenersi che l’attività fosse già consentita in considerazione del fatto che tale ipotesi non integrava una attività finanziaria “nei confronti del pubblico” (v. Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze del 2 aprile 2015 n. 53 - *Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché dell’articolo 7 -ter, comma 1 -bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130*); peraltro tale operatività, come già visto, è già esplicitamente prevista dal Regolamento GCR (cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 6.3, nota 52), ove sono sottratti alla disciplina prudenziale prevista – non rientrando nella fattispecie dei “fondi che investono in crediti” – i «FIA chiusi mobiliari che concedono prestiti unicamente funzionali o complementari all’acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni».

²⁶ Può infatti osservarsi come a fronte di chi ritiene enucleabile una unitaria fattispecie di “FIA di credito diretto” a sua volta scindibile in due fattispecie, una “pura” (identificabile in quella che origina direttamente il credito tramite erogazione); un’altra mista che preveda un’operatività sul “mercato secondario”, acquistando crediti già esistenti – in tal senso v. M. BIASIN-M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto* (direct lending fund), disponibile su www.associazionepreite.it, 8 e 32, vi è chi invece individua nella fattispecie OICR di credito solo i cc.dd. “fondi di credito diretto” riferendo a tale fattispecie solo quelli che erogano direttamente finanziamenti, così E. GUFFANTI-P. SANNA, *I fondi di credito*, in *Società*, 2016, 861. Solo a quest’ultima fattispecie e non quindi ai FIA che operano su mercato secondario tramite acquisto di crediti sarebbe applicabile una nuova disciplina delineata nell’art. 46-*bis* e nell’art. 46-*ter* T.U.F. A quest’ultima impostazione aderisce convintamente anche il sottoscritto.

al T.U.F.). In tal senso, dunque, alla nuova definizione di «OICR di credito», non pare potersi attribuire alcuna valenza tassonomica, in aggiunta alle categorie tipologiche già enucleabili nella normativa secondaria, nei termini già ricostruiti sopra, al fine di individuare la disciplina prudenziale applicabile. Da questo punto di vista, allora, riteniamo che debba qualificarsi come «OICR di credito»²⁷ (che, necessariamente dovrà essere, tipologicamente, un FIA che potrà poi essere “riservato” o non riservato) ai sensi e per gli effetti di questa limitata disciplina comportamentale, qualsiasi tipologia di OICR nel momento in cui, come consentito in via generale e come recepito nella stessa definizione di OICR, esso investa «in crediti erogati a valere sul patrimonio dell’OICR»²⁸ e, cioè, eroghi finanziamenti; né potrà dunque in alcun modo ricostruirsi oggi una nuova tipologia di «OICR di credito» che, per esser tale, debba avere come oggetto esclusivo o anche solo principale tale attività di “finanziamento”²⁹. **In tale peculiare veste, allora, il Comparto Nuova Finanza potrà esser sicuramente qualificabile come «OICR di credito», ai sensi e per gli effetti della nuova citata disciplina comportamentale a cui dovrà dunque attenersi nello svolgimento di quell’attività di concessione di “nuova finanza” a supporto delle operazioni di ristrutturazione.**

Ciò detto, **sotto il diverso profilo della disciplina prudenziale** – alla luce di quanto illustrato sopra al paragrafo 4 – **in tale veste di “OICR di credito”, il “Comparto Nuova Finanza” che accede tipicamente ai Fondi di Ristrutturazione non dovrebbe essere considerato a sé e ricondotto nell’ambito della categoria tipologica dei “fondi che investono in crediti”,** qualificazione da cui discenderebbe l’ applicabilità della disciplina prudenziale per essi prevista, in ordine ai requisiti di concentrazione dei rischi, durata dei “crediti” (*rectius*, finanziamenti), nonché leva finanziaria. **In tal senso**, una corretta comprensione della complessiva operatività di questi fondi (attraverso i due connessi e complementari comparti) **induce ad escludere tale qualificazione.** E infatti, nei Fondi di Ristrutturazione l’operatività di un tale “Comparto Nuova Finanza” risulta strettamente **complementare, accessoria e funzionale** a quella del Comparto Crediti e, quindi, ad essa strettamente speculare. **Conseguentemente, pur mantenendo la sua veste di «OICR di credito» sotto il profilo della disciplina comportamentale, il Comparto Nuova Finanza, da un punto di vista di disciplina prudenziale, non pare dunque riconducibile (al pari, come visto, del Comparto Crediti), nell’ambito di quella categoria tipologica dei “fondi che investono in crediti”,** anche per esso non parendo affatto compatibile la disciplina prudenziale prevista per essi e, in particolare, i limiti di concentrazione dei rischi e di durata dei “crediti” (*rectius*, finanziamenti) oltretché di leva finanziaria. A tale conclusione concorrono diverse considerazioni.

²⁷ Per effetto della prescrizione di cui all’art. 10 del Regolamento MEF.

²⁸ Per tali OICR la provvista (nella forma di raccolta di fondi con obblighi di rimborso) può tuttora avvenire solo presso banche o società finanziarie *ex art.* 106 T.U.B. o altri soggetti abilitati all’erogazione di crediti (secondo ogni forma tecnica e quindi, adesso, anche società di cartolarizzazione, imprese di assicurazione e, appunto, OICR di credito) e giammai presso il pubblico risparmio: v. a tal fine la “nascosta” prescrizione rinvenibile nella nota 56 *sub* Titolo V, Capitolo III, Sezione VI del Regolamento GCR.

²⁹ Viceversa pare configurabile un OICR di credito che “possa” avere come unica “*asset class*” quella dei crediti erogati a valere sul proprio patrimonio e che, quindi, svolga come attività principale o anche esclusiva quella di *direct lending*.

Innanzitutto, come già anticipato, alla luce della natura chiaramente e inevitabilmente complementare, accessoria e funzionale del Comparto Nuova Finanza al Comparto Crediti, anche il primo comparto appare caratterizzato dalla medesima, affatto peculiare, filosofia gestoria che permea il secondo comparto e che si distingue rispetto a quella che viene perlopiù ricostruita come quella tipica degli OICR di credito³⁰. Questi ultimi risultano infatti caratterizzati da un'attività di tradizionale *lending* che presuppone un'attività di tradizionale valutazione del merito di credito e che individua nel rimborso lo scenario fisiologico del finanziamento. Situazione quindi tutt'affatto diversa da quella che è l'erogazione di “nuova finanza” nell'ambito di operazioni di ristrutturazione che si pone come strettamente connessa e funzionale alle attività svolte dal comparto crediti e che è guidata da una filosofia assai diversa (che, *intera alia*, richiede un *expertise* ben diversa da quella tipica degli uffici fido delle banche) e con prospettiva di “*exit*”, parallelamente all'*equity*, non necessariamente e tipicamente individuabili, quindi, nel rimborso.

Secondariamente e conseguentemente, proprio in considerazione di tale sua stretta complementarietà, accessorietà e funzionalità alla politica gestoria del comparto crediti, si determina una operatività strettamente parallela dei due comparti che, per evidenti motivi di omogeneità, non può allora che portare alla medesima conclusione sopra decisamente raggiunta con riferimento al Comparto Crediti: l'inapplicabilità, qui, della disciplina prudenziale – e in particolare del requisito di “concentrazione” – prevista invece per quella specifica tipologia di fondi individuata dalla normativa secondaria nei “fondi che investono in crediti”.

Infine, un'ulteriore elemento ermeneutico può trarsi dall'identità di filosofia gestoria e, quindi, di *ratio* e di obiettivi di vigilanza che può, come già visto al paragrafo 3, riscontrarsi tra i Fondi di Ristrutturazione e i “fondi di *private equity*” e che rende, quindi, ben plausibile (ove non fossero sufficienti le considerazioni già svolte) l'estensione ai primi della medesima deroga, espressamente prevista per questi ultimi, dall'applicazione della normativa prudenziale e di vigilanza prevista in via generale per i “fondi che investono in crediti”; ci riferiamo in particolare alla disposizione normativa di cui al Regolamento GCR al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, par. 6.3, nota 52, laddove può leggersi che «*non rientrano in tale fattispecie: i) i FIA chiusi mobiliari che concedono prestiti unicamente funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione da parte del fondo di partecipazioni (...)*»³¹. Situazione questa, come visto sopra, tipica dei Fondi di Ristrutturazione in cui i crediti oggetto di ristrutturazione saranno tipicamente e fisiologicamente oggetto di “conversione” in partecipazioni di *equity* (o quasi-*equity*) a cui la nuova finanza è evidentemente strettamente funzionale e complementare.

³⁰ Sia M. BIASIN-M. SCIUTO, op. cit., 16, (nota 23) e 33 e E. GUFFANTI-P. SANNA, op. cit., 866 individuano l'operatività tipica di tali fondi in quella di «*affidamenti a medio-lungo termine (da qui anche l'aspettativa di durata estesa degli stessi fondi) funzionali al sostegno degli investimenti dell'economia reale, investimenti tipicamente caratterizzati da impegni finanziari di elevato importo unitario ed estesa durata temporale per il loro rientro, e con un limitato coinvolgimento nel finanziamento del capitale circolante*».

³¹ Nel senso di una lettura sistematica di tale “deroga” che sottrarrebbe tale fattispecie a tutta la disciplina prudenziale e di vigilanza prevista per i “fondi che investono in crediti”, cfr. M. BIASIN-M. SCIUTO, op. cit., 13; E. GUFFANTI-P. SANNA, op. cit., 863.

- **In conclusione, risultano dunque incompatibili con la peculiare filosofia gestoria (anche) del Comparto Nuova Finanza – in virtù della stretta complementarietà, accessorietà e funzionalità che caratterizza la sua operatività con quella del Comparto Crediti a cui si conforma con pieno parallelismo – i limiti prudenziali (e, in particolare, quelli di concentrazione, di durata³² e di leva) attualmente previsti per i “fondi che investono in crediti”. In occasione dell’intervento di modifica della normativa, sarebbe dunque opportuno chiarire esplicitamente - al fine di evitare qualsiasi ambiguità che possa rendere più incerto il ricorso ad essi - come tali prescrizioni non siano applicabili ai Fondi di Ristrutturazione, con riguardo a entrambi i Comparti in cui essi tipicamente si strutturano.**

³² In senso critico rispetto alla predisposizione di vincoli prudenziali relativi alla “scadenza dei crediti” con riferimento ai veri e propri «OICR di credito» si esprimono anche M. BIASIN-M. SCIUTO, op. cit., 41, rilevando come tale vincolo finisce per *«paradossalmente andare a ledere l’efficacia operativa del fondo, a scapito dello stesso interesse dei quotisti che la norma intende tutelare»*.