



IL PRIVATE CAPITAL

OICR ALTERNATIVI: NOMI RICORRENTI E STRUTTURE GIURIDICHE

ENZO SCHIAVELLO

Senior Partner Legance

12 Ottobre 2022

Partiamo dalla nozione di OICR

- Definizione del TUF volutamente lata
 - Organismo
 - Individuato mediante elementi che ne definiscono le caratteristiche funzionali
 - Non qualificato dal rinvio a date fonti normative della relativa disciplina
- Per più aspetti ispirata alla nozione di FIA introdotta dall'AIFMD
 - Non limitata a particolari strutture giuridiche
 - Orientamenti ESMA sui concetti chiave dell'AIFMD individuano gli elementi essenziali dei FIA
 - In particolare: finalità finanziaria, raccolta del patrimonio, pluralità di investitori, autonomia gestionale, politica predeterminata di investimento

Dagli OICR ai FIA

- Fondamentale divisione degli OICR in base alle direttive UE e alle corrispondenti categorie della normativa italiana
 - OICVM, disciplinati in conformità alle direttive UCITS
 - FIA, categoria per così dire residuale che comprende, in conformità all'AIFMD, tutti gli OICR diversi dagli OICVM
 - FIA e OICR alternativi sono sinonimi
- Differenza di oggetto tra direttive UCITS e AIFMD
 - Direttive UCITS disciplinano OICVM e relativi gestori
 - AIFMD disciplina i soli gestori di FIA (la cui disciplina, tuttavia, in alcuni ambiti, è indirettamente definita dalla regolamentazione dei gestori)
- I FIA costituiscono dunque, per le ragioni anzidette, una categoria di OICR particolarmente ampia e non omogenea

Un paio di chiarimenti prima di procedere

- La nozione lata di OICR, che trova riflesso in quella di FIA, definisce indirettamente l'ambito della "riserva" del servizio di gestione collettiva del risparmio
 - Non delimitato dall'utilizzo di particolari strutture giuridiche, bensì dagli elementi funzionali attraverso cui è definita la nozione di OICR
 - Non era così, in Italia, prima del recepimento dell'AIFMD (2014)
- Questo non vuol dire che i FIA possano essere istituiti, in Italia, in qualsiasi forma giuridica che presenti gli elementi funzionali anzidetti
 - La normativa del TUF individua e disciplina un "numero chiuso" di strutture utilizzabili
 - Queste sono: i fondi comuni di investimento (natura contrattuale), le SICAV e le SICAF (in cui rientrano le SIS)
- Veicoli giuridici diversi da quelli che precedono, ancorché potenzialmente idonei a essere strutturati in modo da ricadere nella nozione astratta di FIA (es. società commerciali non autorizzate come SICAF), non sono ammessi
 - Cenno al fenomeno dei *club deal*

Torniamo ai FIA e vediamo le distinzioni interne

- Abbiamo detto che la nozione di FIA è ampia e non omogenea
- Esaminiamo ora i criteri con cui essa può essere analizzata al fine di mettere a fuoco le caratteristiche di certi veicoli che operano con frequenza nel settore degli investimenti alternativi
- Questi criteri operano su piani differenti:
 - Natura giuridica del veicolo
 - Disciplina regolamentare e di vigilanza
 - Fonte normativa

Natura giuridica del veicolo 1/2

- Abbiamo detto che i FIA italiani (disciplinati dal TUF e dalle norme attuative di rango secondario) possono essere istituiti solo in forma contrattuale (fondi comuni di investimento) ovvero societaria (SICAV e SICAF)
- Altre strutture, molto diffuse in altri ordinamenti e assolutamente prevalenti in quelli di *common law* (in particolare, le *limited partnership*), non sono disciplinate né ammesse come veicoli di diritto italiano
- I fondi contrattuali non sono soggetti giuridici (secondo un certo orientamento dottrinale e la giurisprudenza di merito che si richiama a una nota sentenza della Corte di Cassazione del 2010), bensì patrimoni segregati di proprietà formale del gestore e di pertinenza sostanziale degli investitori

Natura giuridica del veicolo 2/2

- Le SICAV e le SICAF sono società per azioni la cui disciplina codicistica è, per diversi aspetti, modificata e integrata da specifiche disposizioni del TUF volte ad assicurare il grado di flessibilità operativa e di protezione degli investitori ritenuto desiderabile: possono essere autogestite o eterogestite
- Sia i fondi contrattuali che le SICAV e le SICAF possono essere strutturati anche come veicoli multi-comparto (ogni comparto rappresenta un patrimonio segregato da quello dei rimanenti comparti)
- Le SICAF hanno una diffusione di gran lunga inferiore a quella dei fondi e prevalentemente confinata al settore immobiliare, sia per una loro intrinseca maggiore complessità che per talune "lacune" normative che pongono problemi interpretativi di non facile soluzione (ancora più evidenti nel caso delle SICAF multi-comparto)

Disciplina regolamentare e di vigilanza 1/2

- La regolamentazione dei FIA riguarda sia aspetti di carattere strutturale che il regime di vigilanza cui sono sottoposti, con norme di applicazione tendenzialmente uniforme ossia indifferente alla natura del veicolo (salvo alcune eccezioni attinenti al regime di vigilanza, che non favoriscono SICAV e SICAF)
- Gli aspetti strutturali riguardano principalmente la composizione del patrimonio del FIA (in particolare, gli attivi oggetto di possibile investimento e i limiti di concentrazione) nonché il rapporto di partecipazione degli investitori (in particolare, le categorie di investitori che possono partecipare al FIA e le modalità di sottoscrizione e rimborso, anche in relazione alla liquidità degli attivi oggetto di investimento)
- Il regime di vigilanza attiene, in particolare, per ciò che qui rileva, alla necessità (o meno) di previa approvazione del regolamento di gestione e delle relative modifiche (per i fondi contrattuali) e a quella di previa autorizzazione alla costituzione (per SICAV e SICAF): in generale, il regime di vigilanza della Banca d'Italia è più gravoso per SICAV e SICAF, con particolare riguardo a quelle autogestite

Disciplina regolamentare e di vigilanza 2/2

- Dal punto di vista della regolamentazione, le distinzioni di maggiore rilevanza sono:
 - tra FIA "riservati" e "non riservati": i primi, riservati a investitori professionali (e ad altre limitate categorie di investitori), godono di un grado di flessibilità molto superiore, sia sotto il profilo dei vincoli strutturali che di quello del regime di vigilanza
 - tra FIA a struttura "aperta" (tra cui le SICAV) o "chiusa" (tra cui la SICAF): si differenziano quanto alle modalità con cui, durante la vita del FIA, può essere ottenuto il rimborso delle quote o azioni su richiesta dell'investitore
- A differenza di quanto avviene in altri paesi EU, in Italia esistono regole che impongono l'adozione della forma chiusa (anche nel caso di FIA riservati) laddove la politica di investimento comprenda classi di attivi che hanno (o possono avere) un basso grado di liquidità

Fonte normativa

- I FIA italiani possono essere disciplinati sia da norme "interne", sia da norme UE di diretta applicazione nel territorio degli Stati membri (i regolamenti UE)
- I FIA italiani che ricadono nell'ambito di applicazione di regolamenti UE (indicati in seguito) adottano la denominazione prevista dai regolamenti stessi (es. EuVECA, ELTIF) ma rimangono a tutti gli effetti dei FIA (data la classificazione fondata sull'AIFMD)
- I regolamenti UE in questione dettano norme che incidono in vario modo sulla disciplina regolamentare e di vigilanza dei FIA italiani ricadenti nel loro ambito di applicazione, ma non alterano il quadro delle strutture giuridiche adottabili per la costituzione di tali FIA (quindi, sempre fondi contrattuali, SICAV e SICAF)

FIA e altri nomi ricorrenti: EuVECA

- FIA previsti dal Regolamento (UE) n. 345/2013 sui fondi europei per il *venture capital* modificato nel 2017 (Regolamento EuVECA)
- Caratteristiche
 - Regolamento EuVECA concepito non come fonte di disciplina ma di qualifica di FIA, cui è collegato un regime di commercializzazione in ambito UE particolarmente favorevole
 - Volto a favorire i FIA di *venture capital* ma di fatto esteso a quelli di *private equity* il cui portafoglio è costruito nel rispetto di taluni vincoli
 - Regole di accesso rese meno restrittive con la revisione del 2017
 - Vincoli principali relativi al portafoglio
 - Gestori
 - Passaporto EuVECA

FIA e altri nomi ricorrenti: ELTIF

- FIA disciplinati dal Regolamento (UE) 2015/760 (Regolamento ELTIF), in corso di revisione
- Caratteristiche
 - Regolamento ELTIF concepito come fonte di regolamentazione completa e uniforme degli ELTIF negli ordinamenti di tutti gli Stati Membri UE
 - Idea di fondo: veicolare capitali di investitori istituzionali e *retail* verso investimenti europei a lungo termine nell'economia reale
 - Articolata disciplina della politica di investimento con vincoli relativi alla composizione del patrimonio pensati essenzialmente in funzione della protezione degli investitori *retail*
 - Complesso sistema di autorizzazione che riguarda sia l'ELTIF che il gestore
 - Commercializzazione sulla base di prospetto soggetto a nulla osta della Consob
 - Revisione in corso del Regolamento ELTIF aprirà alla possibilità di strutturare questi FIA anche come fondi di fondi

FIA e altri nomi ricorrenti: SIS

- Società di Investimento Semplice disciplinate dal TUF come una specie di SICAF autogestita con una regolamentazione e un regime di vigilanza "leggero"
- Caratteristiche
 - Patrimonio netto non superiore a euro 25 milioni
 - Oggetto esclusivo di investimento: PMI non quotate che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività
 - Divieto di ricorso alla leva finanziaria
 - Capitale non inferiore a euro 50.000
 - Sistema di governo e controllo adeguato ad assicurare la sana e prudente gestione e determinato, in deroga alle regole del TUF, secondo orientamenti della Banca d'Italia