

**AIFI**

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Milano, 25 agosto 2014

Spett.le  
Banca d'Italia  
Servizio Regolamentazione e Analisi Macroprudenziale  
Divisione Regolamentazione II  
Via Milano, 53  
00184 Roma

Spett.le  
Consob  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

**Oggetto: risposta alla consultazione pubblica, avviata dalla Banca d'Italia e dalla Consob, sulla disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica**

---

1

AIFI ringrazia per l'opportunità di confronto sul tema in oggetto, concessa sia nell'ambito dell'attuale consultazione sia dell'audizione, avvenuta in data 24 luglio 2014. Si è ritenuto utile presentare le osservazioni agli schemi di regolamentazione in un unico documento, che comprende, al punto 1, alcune considerazioni generali, al punto 2 le osservazioni al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, al punto 3 le considerazioni al Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob e, al punto 4, le osservazioni relative ai Regolamenti Intermediari e Emittenti della Consob.

### **1. Considerazioni generali**

Prima di formulare nel dettaglio le proposte di modifica e integrazione ai regolamenti in consultazione, si espongono alcune considerazioni di carattere generale sul possibile impatto del recepimento della direttiva 2011/61/UE (la "Direttiva") sul contesto operativo attuale dei gestori di private equity e venture capital.

Il mercato è rappresentato da un insieme variegato di operatori che si caratterizzano per differente ampiezza di capitale gestito e complessità organizzativa.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Sono attive 5 SGR con masse gestite vicine o superiori alla soglia dei 500 milioni di euro e una quarantina di SGR che si collocano su segmenti dimensionali più contenuti in termini di ammontare gestito (in media pari a circa 150 milioni di euro). Il segmento delle SGR di private equity e venture capital risulta inoltre fortemente specializzato, in quanto la quasi totalità di questi operatori si concentra esclusivamente sulla gestione di FIA riservati chiusi.

Molte sono anche le società di investimento (circa 50 soggetti), con ammontare in gestione pari, in media, a circa 50 milioni di euro, originariamente sottoposte alla disciplina del Testo Unico Bancario e successivamente derubricate dall'elenco ex art. 106 per le modifiche intervenute con il D.Lgs. 141/2010. Questi operatori, alla luce delle disposizioni introdotte dalla Direttiva e delle previsioni sulla riserva di attività del Regolamento di Banca d'Italia, saranno attratte nel quadro di adeguamento alle nuove disposizioni.

L'industria sembra quindi avere raggiunto un buon livello di diversificazione, anche se, si può ritenere, non sufficientemente adeguato alle esigenze di crescita e sviluppo delle piccole e medie imprese nazionali.

Al riguardo si osserva che proprio la presenza sul mercato di intermediari più piccoli e vicini, per contiguità territoriale, alle esigenze di crescita delle realtà imprenditoriali di taglia ridotta, può essere funzionale allo sviluppo delle aziende che costituiscono tipicamente l'ossatura del Paese. È dimostrabile, infatti, l'esistenza di una forte correlazione tra dimensione del capitale gestito, taglia dell'investimento medio del fondo di private equity e venture capital e dimensionamento dell'azienda target. Considerata la situazione di fragilità economico-finanziaria che si sta attraversando, è di interesse nazionale potere preservare le peculiarità delle differenti strutture di gestione esistenti per rispondere alle esigenze di crescita delle varie tipologie di aziende che compongono il nostro tessuto imprenditoriale.

Si ritiene che la scelta del regolatore di esercitare un'ampia discrezionalità sull'estensione degli adempimenti previsti dalla Direttiva ai gestori sotto soglia, riservando a questi soggetti la possibilità di usufruire solo di deroghe parziali, possa gravare proprio gli intermediari più piccoli di costi fissi aggiuntivi e possa incidere significativamente sulla flessibilità operativa.

In tal senso, si consideri che l'aggravio di costi, per le società di investimento, legato all'adeguamento al regime delle SICAF, è stimabile pari a circa 100.000 euro. A questi si aggiungono i maggiori costi annui del regime di vigilanza rispetto agli adempimenti previsti dall'art. 3 della Direttiva.

Per quanto riguarda le SGR, più volte ci siamo permessi di sottolineare il tema dei costi legati agli adempimenti di vigilanza e al sistema dei controlli, che è stato possibile stimare, mediamente, per una SGR che gestisce tra gli 80 e i 100 milioni di euro, tra i 300.000 e i 400.000 euro. Gli adempimenti previsti per i gestori sotto soglia andrebbero ad incrementare tali oneri, soprattutto se sarà confermato l'obbligo di prevedere una funzione di valutazione separata e indipendente dalla struttura di gestione. A questo proposito, si sottolinea come la scelta dell'esternalizzazione comporterebbe un costo aggiuntivo a carico dei sottoscrittori senza offrire alcun contributo informativo ulteriore a loro tutela. La competenza del management nella valutazione delle

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

aziende, basata sulle risultanze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società partecipate, costituisce, infatti, di per sé un importante presidio organizzativo, su cui gli investitori stessi confidano e che non risulta facilmente replicabile da parte di soggetti esterni. D'altra parte, la costituzione di una funzione interna *ad hoc* non si concilierebbe con la flessibilità che dovrebbe caratterizzare le strutture organizzative dei gestori sotto soglia. Dunque, la richiesta in questo ambito è di esentare da tale obbligo i gestori sotto soglia. Oltretutto, l'approccio seguito sembra anche in contrasto con il principio di proporzionalità richiamato, in particolare, dal considerando 70 del Regolamento delegato (UE) 231/2013 ("Regolamento 231/2013").

In merito alla possibilità concessa di accentrare in un'unica funzione di controllo le funzioni di gestione del rischio, di controllo della conformità e di audit interno, che risponde ad una delle richieste avanzate da AIFI in passato, ci permettiamo di osservare che, affinché rappresenti un vantaggio concreto, dovrà accompagnarsi ad una semplificazione delle procedure interne. In altre parole, è opportuno che sia compatibile con l'obbligo di assicurare l'adeguatezza e l'efficacia del sistema dei controlli previsto dalla normativa. Ciò si potrebbe realizzare, a titolo di esempio, stabilendo che la suddetta funzione unica elabori annualmente la mappa dei rischi della società, facendone discendere il piano di attività articolato nelle aree di revisione interna, compliance e risk management, in relazione alle necessità emerse. La funzione incaricata sarebbe tenuta a presentare agli organi aziendali la relazione complessiva sui rischi e sulle attività svolte nelle diverse aree, al fine di fornire una visione complessiva dei rischi e dei presidi da mantenere per la loro gestione.

Laddove poi la scelta di prevedere un regime solo parzialmente derogatorio per i sotto soglia fosse motivata dall'obiettivo di stimolare la crescita degli operatori più piccoli e di incentivarli all'esercizio della facoltà di c.d. *opt-in*, preme osservare che, considerate le peculiarità di questi gestori, la loro accentuata territorialità e il loro forte ancoraggio al bacino di investitori locali, è difficile prevedere che possa sorgere un interesse concreto all'adozione del passaporto.

Se si guarda ai gestori sopra soglia, la scelta del mantenimento del capitale minimo iniziale ai livelli preesistenti e dell'insieme di funzioni e di procedure attuali, nonché la conservazione di standard di reporting molto elevati, si ritiene possa penalizzare la struttura di gestione italiana in un contesto di mercato maggiormente concorrenziale. Considerato che sul fronte della raccolta il passaporto europeo dovrebbe facilitare il collocamento cross-border, gli operatori italiani si troverebbero, quindi, a fronteggiare la concorrenza dei gestori di altri Paesi, più competitivi in termini di costi e flessibilità operativa.

Con l'obiettivo di allineare i requisiti previsti per i gestori sopra soglia a quelli degli altri Paesi, si avanza la richiesta di abbassamento del capitale minimo attualmente fissato ad 1 milione di euro. Tale intervento potrebbe anche fungere da incentivo per la nascita di nuovi operatori, dal momento che in altri contesti, come ad esempio la Francia, un quadro regolamentare meno stringente sia in termini di requisiti di capitale, sia in termini di adempimenti di vigilanza ha portato alla crescita del mercato. Nel caso francese requisiti di capitale preesistenti allineati a quelli ora introdotti dalla Direttiva e un quadro regolamentare più sensibile alle richieste degli

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

operatori e del mercato hanno facilitato questo processo. Sono attivi oggi circa 250 gestori, che gestiscono, in media, 40 milioni di euro, valore di molto inferiore all'importo medio che si registra a livello nazionale.

In questo ambito, sul piano delle scelte sui requisiti di capitale, siamo ben consci che occorre affrontare un trade off tra l'approccio protezionistico, volto a tutelare la stabilità del sistema, e il rischio di disincentivare la nascita di nuovi soggetti e reprimere le potenzialità del mercato. La soluzione che si suggerisce di seguire è quella di circoscrivere l'abbassamento dei requisiti di capitale in via esclusiva ai gestori specializzati nell'attività di private equity, la cui operatività non è da considerarsi associata a rischi di carattere sistemico.

Questo intervento avrebbe anche un valore "segnalatico" nei confronti degli investitori internazionali, che si vogliono attrarre verso il nostro mercato e verso le opportunità di investimento nelle nostre imprese, ma che sono stati scoraggiati negli ultimi anni anche a causa degli oneri legati alle strutture di gestione. Si consideri, tra l'altro, che negli ultimi anni si è registrata una preoccupante diminuzione dei flussi di raccolta dei capitali internazionali verso i fondi di private equity e di venture capital. Basti pensare che il peso della raccolta internazionale sulla raccolta nazionale totale è passato dal 46% nel periodo 2004-2008 al 14% tra il 2009 e il 2013. Inoltre, un indice significativo, che classifica l'attrattività a livello internazionale, misurata attraverso la capacità di ricevere investimenti in fondi di private equity e venture capital da parte di investitori istituzionali, colloca l'Italia al 34° posto nel 2014 su un insieme di 118 Paesi, dopo la perdita di 3 posizioni dal 2012<sup>1</sup>. Tra gli altri fattori che determinano questo posizionamento compare la diffidenza nei confronti del contesto normativo, dovuta alle procedure e alle lentezze burocratiche. Sarebbe quindi opportuno che anche sul piano regolamentare si intervenisse per semplificare gli adempimenti a carico degli intermediari.

Inoltre, come indicato nelle proposte di dettaglio, si ritiene che ci siano spazi per incrementare la flessibilità e l'efficienza di tutti i gestori. Anche in questo caso, se, da una parte, si condivide la necessità di un monitoraggio adeguato sull'attività degli operatori, nel rispetto del principio di trasparenza e a tutela degli interessi degli investitori a cui essi si rivolgono, dall'altra parte, si ritiene opportuno che l'attività di verifica sia improntata a criteri di efficienza ed effettiva utilità rispetto agli obiettivi perseguiti.

A questo proposito aveva riscosso interesse e apprezzamento l'iniziativa, avviata da parte di Consob lo scorso anno, relativa alla Misurazione degli Oneri Amministrativi (MOA), a cui non è stato dato seguito. Si coglie l'occasione del recepimento della Direttiva per suggerire di accogliere le richieste di snellimento formulate dall'associazione in tale occasione.

Da ultimo, si desidera esporre una considerazione generale in merito alla definizione di leva finanziaria.

---

<sup>1</sup> The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index, elaborato da IESE Business School and EMLYON Business School.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

A valle della pubblicazione, in data 21 luglio, delle Q&A Esma, si ritiene definitivamente chiarito che l'indebitamento a livello di veicolo interposto, utilizzato nelle acquisizioni dagli operatori di private equity e venture capital, non sia da considerarsi leva finanziaria a livello di fondo.

Si ribadisce, infatti, come la segregazione patrimoniale che caratterizza la struttura tipica di un fondo di private equity fa sì che il prestito contratto dal veicolo, non essendo un prestito concesso al fondo, non ne aumenta l'esposizione né giuridicamente né economicamente, come neppure è garantito dal fondo stesso con un rischio ulteriore rispetto all'apporto di equity.

Di conseguenza, si ritiene che la soglia di massa gestita di riferimento per i gestori di private equity e venture capital sia pari a 500 milioni di euro.

Tale interpretazione dovrà applicarsi anche alle metodologie di calcolo della leva finanziaria dei FIA riservati, richiamate in nota 64 al Titolo V, Capitolo III, Sezione VI del Regolamento di Banca d'Italia.

Allo stesso modo, si considera automaticamente esclusa la possibilità di ricondurre il FIA riservato di private equity alla fattispecie di veicolo che ricorra in modo sostanziale alla leva finanziaria, soggetto ad una speciale valutazione di Banca d'Italia.

Inoltre, si sottolinea come l'analisi di impatto della regolamentazione accosti impropriamente i fondi di private equity ad una definizione di leva applicabile ai soli fondi speculativi.

## **2. "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia" e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità)**

5

### **Osservazioni comuni a più disposizioni**

In più disposizioni vi sono riferimenti a FIA "non riservati a investitori professionali", rispetto ai quali trova applicazione una disciplina diversa da quella prevista per i FIA riservati. Si tratta, in particolare, delle seguenti:

- Titolo II, Capitolo V, Sezione IV, par. 1 (Adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio – Investimento in quote di FIA chiusi non riservati);
- Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 3, nota 3 (Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF – Criteri generali per la redazione dell'atto costitutivo e dello statuto);
- Titolo V, Capitolo I, Sezione I, par. 1 (Criteri generali e contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni – Disposizioni di carattere generale – Premessa);
- Titolo V, Capitolo III, Sezione I, par. 1 (Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio – Disposizioni di carattere generale – Premessa);
- Titolo V, Capitolo III, Sezione III, par. 1 (Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio – FIA aperti non riservati a investitori professionali – Disciplina dei FIA aperti non riservati a investitori professionali);

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

- Titolo V, Capitolo III, Sezione V (Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio – FIA chiusi non riservati a investitori professionali).

Poiché la nozione di FIA riservato contenuta nel TUF rimanda ai FIA *“la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39”*, si ritiene, anche in coerenza con la *ratio* delle disposizioni richiamate, che i riferimenti in questione debbano essere modificati per comprendere i fondi *“diversi dai FIA riservati”*.

Per la stessa ragione:

- (a) nel Titolo V, Capitolo V, Sezione I, par. 1 (Fusione e scissione di OICR – Disposizioni di carattere generale – Premessa), dopo le parole *“FIA italiani riservati”* dovrebbero essere eliminate le parole *“a investitori professionali”*;
- (b) nelle previsioni di seguito indicate, dopo le parole *“riservate”* dovrebbero essere eliminate le parole *“a investitori professionali”*:
  - Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 3, nota 3 (Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF – Criteri generali per la redazione dell’atto costitutivo e dello statuto);
  - Titolo III, Capitolo I, Sezione III, par. 1 (Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF – SICAV e SICAF sotto soglia che gestiscono FIA riservati);
  - Titolo III, Capitolo III, par. 1 (Modifiche statutarie delle SICAV e delle SICAF non riservate – Fonti normative);
  - Titolo IV, Capitolo III, Sezione II, par. 15 (Vigilanza informativa – Comunicazioni alla Banca d’Italia – Regolamenti e statuti non soggetti all’approvazione della Banca d’Italia).

### Titolo I

#### **Riserva di attività**

Al Capitolo II, Sezione II, par. 1, viene precisato che *“la politica di investimento è contenuta in documenti o accordi vincolanti per tutti i partecipanti che formano parte integrante, anche per rinvio, del regolamento o dello statuto dell’OICR”*. Come meglio indicato in seguito, nel caso delle società di investimento attualmente esistenti sul mercato, la politica di investimento, sovente molto articolata, è di regola contenuta in un contratto che vincola tutti gli investitori e la stessa società di investimento. Le disposizioni del contratto sono naturalmente coordinate con quelle dello statuto della società di investimento, ma il contratto non è richiamato dallo statuto quale parte integrante del medesimo; ad esso semplicemente rimandano talune disposizioni statutarie, onde prevenire interpretazioni potenzialmente difformi di previsioni contrattuali e statutarie che riguardano (ancorché con valenza diversa) le medesime materie. Ciò che poi rileva, nella disciplina di uno schema di investimento societario, è che il contratto di investimento – al pari dello statuto

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

– vincoli necessariamente tutti gli investitori, inclusi quelli che aderiscono allo schema dopo il primo *closing* (per sottoscrizione o acquisto di azioni dopo tale momento). A ciò normalmente si perviene, non già qualificando il contratto come parte integrante dello statuto, soluzione che andrebbe incontro agli inconvenienti descritti in seguito, bensì con meccanismi contrattuali e statutari che impediscono ad un soggetto di sottoscrivere o acquistare azioni se non aderendo contestualmente al contratto di investimento.

Si chiede quindi di rivedere la previsione sopra richiamata come segue (o in forma analoga): *“la politica di investimento è contenuta in documenti o accordi vincolanti per tutti i partecipanti, che formano parte integrante, anche per rinvio, del regolamento o dello statuto dell’OICR, o ai quali i partecipanti sono comunque chiamati ad aderire in forza di idonee previsioni contrattuali e/o statutarie”*.

### Titolo II

#### **Requisiti di capitale e adeguatezza patrimoniale**

Come anticipato nelle considerazioni generali, con l’obiettivo di allineare i requisiti previsti per i gestori sopra soglia a quelli degli altri Paesi, eliminando il potenziale svantaggio concorrenziale per i gestori nazionali, nonché per promuovere la nascita di nuovi operatori sul mercato, si chiede di abbassare il capitale minimo per la costituzione, attualmente fissato (secondo quanto disposto al Titolo II, Capitolo I, Sezione II) ad 1 milione di euro. Tale dispositivo potrebbe essere applicato in via esclusiva ai gestori specializzati nell’attività di private equity.

7

---

Con riferimento ai vincoli di destinazione del patrimonio di vigilanza introdotti al Titolo II, Capitolo V, Sezione V, sulla base dei chiarimenti ricevuti in occasione dell’audizione con le Autorità in data 24 luglio, si chiede di esplicitare chiaramente che siano da riferirsi ai soli requisiti patrimoniali minimi di copertura e non all’intero patrimonio di vigilanza. Non si comprenderebbe, infatti, la *ratio* sottesa ad un obbligo che imporrebbe alle SGR di detenere una riserva di liquidità pari al patrimonio netto.

In merito all’elenco degli strumenti liquidi, si chiede che le differenti tipologie possano essere intese come alternative e di comprendere, tra di esse, il conto corrente e le quote di FIA gestiti, ivi comprese le classi di quote che danno diritto al *carried interest*. Si ricorda, infatti, che è prassi che il gestore di private equity sottoscriva, per un meccanismo di allineamento degli interessi con i sottoscrittori, quote dei fondi gestiti, ivi comprese le quote che danno diritto al *carried interest*. È quindi importante che sia prevista espressamente la possibilità di investire il patrimonio del gestore in tali strumenti.

Inoltre, con riferimento alle modalità di calcolo del patrimonio e al nuovo Allegato II.V.1, nel quale è stata trasposta per esteso la normativa in precedenza disciplinata “per rinvio” alla normativa bancaria, si chiedono delucidazioni circa la possibilità di includere l’utile del periodo nel patrimonio di base; in particolare, si chiede a quale figura possa essere ricondotto il “responsabile del controllo dei conti” che deve fornire l’attestazione contabile.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

### **SGR sotto soglia – Comunicazione ai sensi dell’art. 2 del Regolamento 231/2013**

Si rimanda all’osservazione *sub* “Disposizioni finali e transitorie”.

### **SGR sotto soglia – Modifiche dell’operatività**

Al Titolo II, Capitolo I, Sezione VII, si prevede che la SGR sotto soglia che intenda essere registrata come gestore di EuVECA o EuSEF debba seguire la procedura prevista dalla Sezione VIII per le “modifiche dell’operatività”. Poiché le caratteristiche tipologiche degli EuVECA o EuSEF sono riconducibili a quelle dei FIA chiusi mobiliari, se la SGR sotto soglia è già abilitata alla gestione di tali OICR non pare che la registrazione quale gestore di EuVECA o EuSEF debba essere subordinata all’esperienza della procedura in questione. Ciò, infatti, imporrebbe oneri amministrativi non previsti in altri casi in cui una SGR sotto soglia istituisca nuovi OICR ricompresi nelle tipologie di cui alla Sezione VIII per le quali essa è già abilitata, con evidente trattamento deteriore dei gestori di EuVECA o EuSEF. Va anche osservato che, nel caso inverso di un gestore di EuVECA o EuSEF che intenda gestire FIA riservati, tali da non comportare il superamento della soglia prevista dai Regolamenti 345/2013 e 346/2013, è prevista una semplice comunicazione alla Banca d’Italia (Titolo VII, Capitolo I, Sezione II, nota 3).

Si chiede quindi di precisare che la previsione in questione opera solo per le SGR sotto soglia non abilitate alla gestione di FIA chiusi mobiliari.

### **SGR sotto soglia – *Opt-in***

Al Titolo II, Capitolo I, Sezione VI si prevede che la domanda di autorizzazione possa contenere la dichiarazione della SGR, che avrebbe le caratteristiche per essere autorizzata come SGR sotto soglia, di voler essere autorizzata come SGR ordinaria (*opt-in*). E’ prevedibile che diversi gestori di private equity e venture capital interessati a esercitare l’opzione in questione intendano farlo, non già in fase di autorizzazione, bensì in un momento successivo e prossimo alla commercializzazione di un FIA per la quale prevedano di valersi delle regole sul passaporto.

Poiché l’art. 3, comma 4, della Direttiva non indica una limitazione temporale per l’esercizio di tale opzione, si chiede che venga espressamente prevista la facoltà per le SGR sotto soglia di potersi assoggettare volontariamente in qualsiasi momento alle disposizioni applicabili alle SGR ordinarie dandone comunicazione alla Banca d’Italia secondo una procedura conforme a quella delineata al Titolo II, Capitolo I, Sezioni VII e VIII, per l’ipotesi di superamento della soglia.

### **Procedura di modifica dell’operatività**

Al Titolo II, Capitolo I, Sezione VIII, si chiede che le SGR diano comunicazione alla Banca d’Italia dell’istituzione di nuove tipologie di fondi almeno 30 giorni prima, provvedendo ad adeguare i presidi interni per l’ampliamento dell’operatività. Banca d’Italia ha quindi 30 giorni di tempo per avviare un procedimento amministrativo che può terminare con un diniego di estensione operativa entro 60 giorni. Si ritiene che tale soluzione costringa le SGR ad un preventivo sforzo di

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

adeguamento procedurale che potrebbe rivelarsi inutile, qualora Banca d'Italia negasse l'estensione.

Si chiede dunque che l'adeguamento procedurale diventi operativo solo decorsi 30 giorni senza che Banca d'Italia abbia avviato il procedimento amministrativo.

### Remunerazioni

Con riferimento alle informazioni da fornire nella nota integrativa al rendiconto del fondo e della SICAF (Allegato IV 6.2 e Allegato IV 6.3-bis) e, in particolare, alla Sezione VII "Remunerazioni", si suggerisce di sostituire il termine *carried interest* con il termine "commissione di gestione", essendo quest'ultimo quello espressamente utilizzato sia nel testo dell'art. 107 del Regolamento 231/2013 sia nel testo dell'art. 22, paragrafo 2, lettera e), della Direttiva, da cui l'Allegato IV.6.2, paragrafo VII.3, del Regolamento in consultazione trae origine. In alternativa si propone di ridenominare il paragrafo "*Strumenti di allineamento degli interessi*" o ancora di eliminare il riferimento al *carried interest* dal paragrafo VII.3 e creare un apposito paragrafo VII.4.

Sebbene l'art. 4, paragrafo 1, lettera d), della medesima Direttiva (intitolato "Definizioni") nel definire la "commissione di gestione" indica tra parentesi il termine *carried interest* quasi a farne intendere una equivalenza di significato, occorre sottolineare come quest'ultimo sia utilizzato nella prassi di derivazione anglosassone con una valenza prettamente commerciale e con contenuti di significato non univoco, tale, se traslato sul piano tecnico-giuridico, da ingenerare potenziale confusione tra situazioni tra loro diverse.

9

---

### Titolo III

#### Premessa

Le osservazioni che seguono riguardano le SICAF riservate (a gestione interna o eterogestite), ossia la categoria di gestori e OICR di interesse della nostra associazione. La regolamentazione che si propone di introdurre per queste SICAF appare, in diversi aspetti, in parte condizionati dalle norme primarie del TUF, più onerosa di quella prevista per le SGR che gestiscono FIA riservati, anche per la mancata considerazione delle strutture documentali che caratterizzano gli schemi di investimento di natura societaria nelle prassi di mercato. I punti di maggiore importanza che si ritiene opportuno segnalare sono i seguenti:

- A. E' prevista la necessità di autorizzazione della Banca d'Italia per la costituzione di SICAF riservate eterogestite (Capitolo I, Sezione IV). Per quanto tale previsione sia imposta dall'art. 38 del TUF, che ricomprende nel proprio campo di applicazione tutte le SICAF eterogestite, incluse quelle riservate, va osservato che i regolamenti di gestione dei FIA riservati di natura contrattuale non sono soggetti all'approvazione della Banca d'Italia.
- B. Si considera, quale fonte della disciplina negoziale delle SICAF riservate, esclusivamente l'atto costitutivo e lo statuto, laddove il mercato ha elaborato strutture documentali più

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

articolate per la disciplina degli schemi di investimento di natura societaria. Il punto è meglio sviluppato in seguito.

I maggiori oneri amministrativi collegati alla costituzione e gestione delle SICAF riservate, rispetto a quanto previsto per le SGR che gestiscono FIA riservati, non sembrano in linea con le finalità della disciplina delle SICAF riflesse nella relazione illustrativa del D.Lgs. 44/2014<sup>2</sup> e non tengono adeguatamente conto del dato storico che questi veicoli popolano in particolare le fasce basse e medio-basse di raccolta (normalmente al di sotto dei 50 milioni di euro), nelle quali il mercato ha da tempo ritenuto antieconomico operare attraverso gestori vigilati. Il rischio di impostazioni che carichino le SICAF riservate di oneri addirittura superiori a quelli previsti per le SGR, se visto alla luce delle preesistenti realtà di mercato, è quindi quello di penalizzare fortemente i gestori di private equity e venture capital di minori dimensioni e le imprese cui essi si rivolgono, senza che ciò venga adeguatamente mitigato dall'applicazione del principio di proporzionalità (che per certi versi subisce una sorta di inversione applicativa rispetto a questi veicoli).

### Requisiti di capitale e prudenziali

Si rinvia alle osservazioni svolte in relazione al Titolo II *sub* "Requisiti di capitale e adeguatezza patrimoniale" (primo e quarto paragrafo).

### Atto costitutivo e statuto

Al Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 3 si prevede che, nella redazione dell'atto costitutivo e dello statuto delle SICAV e delle SICAF, debbano essere seguite, per quanto compatibili, le disposizioni del Titolo V, Capitolo I, relative ai criteri generali e al contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni.

Come già osservato nelle risposte alla consultazione pubblica relativa allo schema di Regolamento attuativo dell'articolo 39 del TUF, porre l'atto costitutivo e lo statuto di un FIA di natura societaria sul medesimo piano del regolamento di gestione di un fondo comune non coglie, almeno nel caso delle SICAF riservate, le profonde differenze tra le funzioni che questi documenti assolvono negli schemi di investimento esistenti nel mercato, in conseguenza anche della diversa natura giuridica dei documenti in questione.

Il regolamento di gestione disciplina il funzionamento dei fondi nell'ambito di un rapporto contrattuale di cui sono parte gli investitori e il gestore. Il documento corrispondente, per i FIA di natura societaria, non è lo statuto della società di investimento, bensì il contratto di investimento, di cui sono parte necessaria tutti gli investitori (compresi quelli che, acquistando le azioni in un secondo tempo, subentrano nella posizione contrattuale del cedente in forza di un apposito atto

---

<sup>2</sup> Secondo tale relazione, la "disciplina delle SICAF persegue due finalità:

- a) allineare i regimi di vigilanza cui sono soggette, rispettivamente, le SICAF e le SGR con i relativi fondi chiusi, tenuto conto delle diverse caratteristiche strutturali di tali veicoli;
- b) assicurare la massima flessibilità di utilizzo possibile allo strumento della SICAF, tenuto anche conto delle prassi di mercato relative alla strutturazione degli schemi di investimento di natura societaria".

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

negoziale) e il gestore. Lo statuto della società di investimento contiene norme con efficacia *erga omnes* che ne disciplinano l'organizzazione sociale. Come tale, lo statuto deve essere coerente con il contratto di investimento – affinché gli impegni contrattuali assunti dagli investitori e dal gestore in forza del contratto di investimento possano avere piena attuazione (senza dar luogo a possibili responsabilità per amministratori e sindaci della società di investimento) – ma non può assolvere tutte le funzioni del contratto di investimento. L'articolazione di questa struttura documentale dei FIA di natura societaria (contratto di investimento e statuto) non solo riflette una prassi ampiamente diffusa nel settore, ma risponde anche a solide motivazioni razionali, che possono riassumersi come segue:

- A. Il funzionamento di un FIA (contrattuale o societario) poggia su una serie di obbligazioni che investitori e gestore assumono per la disciplina dei propri rapporti. Queste obbligazioni attengono a materie – per citarne alcune: versamento degli impegni finanziari degli investitori (anche per la parte imputata a versamenti in conto capitale), gestione dei *default* degli investitori, istituzione e funzioni di comitati esterni all'ordinamento sociale (es. *advisory board*), disciplina delle situazioni di crisi (sospensione dell'attività di investimento, cessazione anticipata del periodo di investimento, sostituzione del *team* di gestione, ecc.), limitazioni di responsabilità e manleve, ecc. – che possono essere disciplinate solo in un contratto tra gestore e investitori. Lo statuto pone le regole di organizzazione interna della società di investimento ed è fonte di doveri (dei componenti degli organi sociali e dei soci) che si collegano a dette regole; non può tuttavia essere la sede per disciplinare obbligazioni del gestore nei confronti degli investitori, relative a materie esterne all'organizzazione sociale della società di investimento.
- B. La particolare forza vincolante (*erga omnes*) delle norme statutarie impone una tecnica redazionale che mal si concilia con la varietà e complessità delle situazioni che devono essere regolamentate nello schema di investimento di un FIA. La ricerca della massima flessibilità, per la disciplina del rapporto con gli investitori in conformità alle prassi di mercato, comporta la necessità di individuare uno strumento negoziale che non impone le limitazioni redazionali proprie degli statuti, affinché – fermo il rispetto delle norme di vigilanza – i gestori di FIA societari non siano ingiustificatamente penalizzati rispetto a quelli dei FIA contrattuali.
- C. Lo statuto di un FIA societario deve essere pubblicato nel registro delle imprese. Se l'intera disciplina di un FIA dovesse essere contenuta nello statuto, ciò confliggerebbe con le esigenze di riservatezza proprie dei gestori e degli investitori di FIA le cui azioni non sono destinate ad essere offerte al pubblico. Anche qui il trattamento dei gestori e degli investitori di FIA societari sarebbe, senza motivo, peggiore rispetto a quello riservato ai FIA contrattuali.
- D. Affinché poi il contratto di investimento vincoli necessariamente, in qualsiasi momento, il gestore e tutti gli investitori, compresi quelli che acquistano azioni dagli investitori che

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

dismettono la propria partecipazione o parte di essa, lo statuto della società di investimento di regola subordina gli atti di disposizione delle azioni al gradimento dell'organo amministrativo, prevedendo che il gradimento venga negato ove il cessionario non subentri nella posizione contrattuale del cedente in forza di un apposito atto negoziale.

Considerato che quanto precede riflette la struttura documentale che caratterizza gli schemi di investimento societari presenti sul mercato, per i quali si porrà l'esigenza di adeguamento al regime delle SICAF, si chiede:

- (a) di sostituire il riferimento all'atto costitutivo e allo statuto delle società di investimento con un riferimento di portata più ampia, che comprenda l'insieme degli atti negoziali (inclusi l'atto costitutivo e lo statuto) che contengono la regolamentazione dei FIA societari;
- (b) di precisare, in ogni caso, che il richiamo ai criteri generali e al contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni non trovi applicazione per le SICAF riservate, in linea con la soluzione accolta al Capitolo III (Modifiche statutarie delle SICAV e delle SICAF non riservate) in conformità al disposto dell'art. 35-*septies* del TUF.

### Procedura di autorizzazione

Si segnala il non perfetto coordinamento di alcune previsioni contenute nel Capitolo I, Sezione II, par. 7.1 e 7.2. In particolare, se la domanda di autorizzazione deve essere presentata dai soci promotori, essendo la costituzione della SICAF subordinata all'autorizzazione della Banca d'Italia, la dichiarazione relativa all'*opt-in* (par. 7.1) non può essere presentata dalla società. Per la stessa ragione, non sembra corretto il riferimento al "*patrimonio della società istante*" contenuto nel par. 7.2 (ai sensi del par. 7.3, la costituzione della società e il versamento del capitale deve aver luogo nei 30 giorni successivi al rilascio dell'autorizzazione).

Con riferimento al progetto di atto costitutivo e di statuto, da allegare alla domanda, si richiama quanto detto in precedenza.

Si ritiene, inoltre, necessario disciplinare con norme apposite (presumibilmente da inserire tra le disposizioni transitorie e finali) il procedimento di autorizzazione per società di investimento che prestavano il servizio di gestione collettiva di FIA alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 44/2014, ai sensi dell'art. 15, comma 3, di detto decreto. Si rimanda al riguardo all'osservazione *sub* "Disposizioni finali e transitorie".

### SICAF sotto soglia – Superamento non occasionale

Il Titolo III, Capitolo I, Sezione III, par. 2, disciplina il superamento non occasionale delle soglie con disposizioni diverse, e apparentemente più onerose, di quelle previste per le SGR sotto soglia (Titolo II, Capitolo I, Sezione VII, terzultimo paragrafo). Si chiede, in particolare, la trasmissione di un nuovo programma di attività e di una nuova relazione sulla struttura organizzativa, oltre a una serie di adempimenti ulteriori, laddove per le SGR sotto soglia viene più semplicemente previsto

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

l'invio delle "altre informazioni di cui al par. 1 della Sezione VI non inviate precedentemente alla Banca d'Italia".

Si chiede di allineare gli adempimenti a carico delle SICAF sotto soglia a quelli previsti per le SGR sotto soglia.

### **SICAF sotto soglia – Opt-in**

Si rinvia alle osservazioni svolte in relazione al Titolo II sub "SGR sotto soglia – Opt-in".

### **Autorizzazione delle SICAF eterogestite**

Il Titolo III, Capitolo I, Sezione IV, prevede che, al processo di autorizzazione di queste SICAF, trovi applicazione anche il par. 3 della Sezione II (Criteri generali per la redazione dell'atto costitutivo e dello statuto).

Come detto in precedenza (sub "Atto costitutivo e statuto"), si ritiene che il richiamo indiretto ai criteri generali e al contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni non debba trovare applicazione per le SICAF riservate, comprese quelle eterogestite, in linea con la soluzione accolta al Capitolo III (Modifiche statutarie delle SICAV e delle SICAF non riservate) in conformità al disposto dell'art. 35-septies del TUF.

## **Titolo IV**

13

### **Dichiarazioni per la verifica dei requisiti dei partecipanti al capitale**

La disciplina dei partecipanti al capitale di SGR e SICAF (Titolo IV, Capitolo I) è stata allineata alla Direttiva 2007/44/CE. Con riferimento ai nuovi requisiti oggetto di valutazione da parte della Banca d'Italia e alla documentazione necessaria per la verifica degli stessi, si osserva quanto segue:

#### **A. Professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle SGR, SICAV e SICAF**

Alla Sezione III, paragrafo 2.5, ultimo periodo, si prevede che, se "il potenziale acquirente, a seguito dell'acquisizione, può nominare gli organi di amministrazione, direzione e controllo della SGR, SICAV o SICAF ed è in grado di nominare i nominativi dei candidati", all'istanza di autorizzazione debbano essere allegate le informazioni di cui agli Allegati IV.2.2 e IV.2.3. Il primo periodo di detto paragrafo, ai sensi del quale la Banca d'Italia verifica, con riferimento ai soggetti anzidetti, il possesso dei requisiti dettati in attuazione dell'art. 13 del TUF nonché l'insussistenza delle cause di incompatibilità e decadenza di cui all'art. 36 del D.L. n. 201/2011, dovrebbe essere coordinato con l'ultimo periodo sopra indicato, prevedendo che le verifiche in questione siano effettuate in presenza dei presupposti ivi richiamati (corsivo). Diversamente, non si comprenderebbe sulla base di quali informazioni, non disponibili neppure al potenziale acquirente, le verifiche della Banca d'Italia potrebbero essere effettuate.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

### B. Solidità finanziaria del potenziale acquirente

Alla Sezione III, paragrafo 2.6, si prevede che la solidità finanziaria del progetto di acquisizione sia valutata secondo un criterio di proporzionalità, tenendo in considerazione una serie di elementi ivi indicati. Al riguardo, si osserva che diverse delle informazioni da fornire indicate dall'Allegato IV.1.5 appaiono particolarmente onerose e probabilmente di rilievo minore ai fini delle valutazioni della Banca d'Italia, ove l'acquisizione sia di modesta entità o l'acquirente possa esercitare un'influenza limitata sull'intermediario. Sembra questo il caso, ad esempio, delle informazioni di cui al punto 2), lett. f), nelle ipotesi in cui il gruppo di appartenenza del potenziale acquirente sia molto articolato, in particolare nelle componenti industriali. Si sottolinea la necessità di alleggerire tali obblighi informativi, precisando che anche la completezza delle informazioni da fornire – tra quelle indicate nell'Allegato IV.1.5 – debba essere determinata secondo il criterio di proporzionalità (magari indicando in nota le informazioni che possono essere omesse nei casi di acquisizioni di minore importanza).

### C. Rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo

Con riferimento all'Allegato IV.1.6, punto b), non è chiaro come debba essere fornita evidenza del fatto che il potenziale acquirente non è mai stato indagato per i reati ivi indicati (fatto che, in assenza di un avviso di garanzia, potrebbe non esser noto neppure al potenziale acquirente). Si chiede di precisare al riguardo quale documento o dichiarazione sono richiesti per integrare l'informazione in questione. Con riferimento al punto d) di detto allegato, si osserva che le informazioni richieste appaiono particolarmente onerose nei casi in cui il gruppo di appartenenza del potenziale acquirente sia molto articolato. Si chiede, quindi, un alleggerimento dell'onere informativo in questione, almeno con riferimento alle acquisizioni di minore importanza e alle componenti di rilievo secondario del gruppo del potenziale acquirente.

14

Si rappresenta che le osservazioni che precedono assumono un rilievo particolare per le SICAF riservate al cui capitale di regola partecipano, oltre ai promotori, anche gli investitori, quali titolari di categorie di azioni con limitati poteri di governance. Per le SICAF sotto soglia, nello specifico, l'obiettivo è di non gravare di eccessivi adempimenti burocratici i partecipanti al capitale.

### **Comunicazione degli accordi di voto**

In relazione all'obbligo di comunicazione degli accordi di voto (Titolo IV, Capitolo I, Sezione IV, par. 2), occorre tener presente che nelle SICAF riservate il contratto che, unitamente allo statuto della SICAF, disciplina lo schema di investimento – di cui sono parte i promotori, gli investitori e la stessa società di investimento – può contenere pattuizioni che riguardano l'esercizio del voto, in funzione di come sono costruiti i diritti di governance degli investitori. Tali contratti saranno comunque comunicati alla Banca d'Italia unitamente all'istanza di autorizzazione della SICAF quali fonti, unitamente allo statuto della SICAF, della disciplina dello schema di investimento. Successive variazioni delle parti di detti accordi possono riguardare sia i promotori sia, molto più

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

frequentemente, gli investitori (per effetto di nuove sottoscrizioni o di trasferimento di azioni). Nel caso di FIA riservati di natura contrattuale le variazioni degli investitori (parti del rapporto contrattuale fondato sul regolamento di gestione) non sono comunicate alla Banca d'Italia.

Si chiede di allineare, in quest'ultimo aspetto, la disciplina delle SICAF riservate a quella dei FIA riservati di natura contrattuale, onde non appesantire gli oneri informativi delle SICAF rispetto a quelli delle SGR, con particolare riguardo alle SICAF riservate sotto soglia.

### **Segnalazioni di vigilanza**

Al paragrafo 1 della Sezione III, Capitolo III, Titolo IV viene stabilito che gli obblighi di reporting previsti dalla Direttiva, agli artt. 110 e 111, e dall'Allegato IV del Regolamento 231/2013, si aggiungano agli obblighi di segnalazione di vigilanza attualmente vigenti per le SGR e, inoltre, si applichino a tutte le tipologie di gestori di FIA, ivi compresi i gestori sotto soglia.

In proposito, si richiede che la Banca d'Italia valuti di semplificare gli obblighi di segnalazione da parte delle SGR di private equity e venture capital e delle SICAF, evitando la duplicazione di comunicazioni già previste dalla normativa vigente. A questo riguardo, si ribadiscono le richieste espresse dall'associazione nell'ambito dell'iniziativa MOA della Consob e inoltrate anche a Banca d'Italia. Come anticipato nelle considerazioni generali, questo approccio contribuirebbe alla semplificazione del rapporto con le Autorità di Vigilanza, che gli intermediari chiedono da tempo.

### **Vigilanza informativa per le SICAF**

Al Titolo IV, Capitolo III, Sezione II, par. 2.2 si chiede che le SICAF inviino copia dei verbali delle assemblee dei soci entro 30 giorni dall'adozione. Se la disposizione intende far riferimento a qualsiasi delibera di competenza dell'assemblea dei soci (come appare dall'uso del termine "adozione", non meglio precisato), si verrebbe a creare un disallineamento tra il regime informativo relativo alle delibere assembleari delle SGR, limitato a talune specifiche delibere rilevanti ai fini della vigilanza informativa (modifiche statutarie, ecc.), e quello applicabile alle SICAF, esteso a tutte le delibere assembleari (incluse quelle che, nel caso delle SGR, sono considerate non rilevanti ai fini della vigilanza informativa). Va anche osservato che il par. 15 della medesima Sezione II chiede, con riferimento alle SICAF riservate, che il testo degli statuti aggiornati sia comunicato alla Banca d'Italia entro 10 giorni dagli adempimenti previsti dall'art. 2436 del codice civile. Assumendo che il minor termine, rispetto a quello di 30 giorni sopra indicato, non intenda introdurre, per le modifiche statutarie relative alle sole SICAF riservate, un regime informativo più rigoroso di quello ordinario, sembra doversi concludere che gli obblighi informativi previsti dal par. 2.2 sopra citato non si applichino alle SICAF riservate.

Tenuto conto di queste osservazioni, si chiede una revisione delle disposizioni che precedono volta a chiarire il coordinamento tra le medesime e ad allineare, per quanto possibile, i regimi informativi relativi alle delibere assembleari delle SICAF e delle SGR, onde non appesantire gli oneri informativi delle prime rispetto a quelli delle seconde, con particolare riguardo alle SICAF riservate sotto soglia.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

### Documentazione contabile delle SGR

Si fa presente che al Titolo IV, Capitolo III, Sezione II, par. 4.1 non è stata coordinata la tempistica relativa alla pubblicazione della documentazione contabile con quanto previsto dall'art. 3 dello schema di Regolamento attuativo dell'art. 39 TUF, posto in consultazione dal Ministero dell'economia e delle finanze lo scorso maggio.

Inoltre, nello stesso paragrafo compare il riferimento al rendiconto della gestione piuttosto che alla relazione annuale richiamata dalla bozza di decreto.

### Titolo V

#### **Divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio: precisazione**

Al Titolo V, Capitolo III, Sezione I, par. 1, si prevede che alle SICAF trovi applicazione la Sezione V (FIA chiusi non riservati a investitori professionali). Si ritiene che il rimando alla Sezione V riguardi le sole SICAF non riservate (così come previsto per il rimando alle Sezioni II, III e IV, limitato alle SICAV non riservate). Il rimando corretto, per le SICAF riservate, è alla Sezione VI.

#### **Allineamento dei criteri di valutazione alle prassi comunitarie**

Riguardo alle metodologie di valutazione delle partecipazioni, si coglie l'occasione della revisione regolamentare, per segnalare che, da parte delle SGR di private equity e venture capital, emerge sempre più spesso, nel rispetto del criterio prudenziale a tutela degli investitori, la richiesta di una maggiore convergenza tra le disposizioni dell'Autorità di vigilanza e gli standard internazionali. In particolare, le principali osservazioni vertono sul fatto che la normativa nazionale appare troppo legata a grandezze patrimoniali e poco incline alla misurazione del valore secondo l'andamento del mercato. Ciò può essere fuorviante, soprattutto per le partecipazioni di venture capital.

L'adozione del concetto di *fair value* consentirebbe una maggiore aderenza agli standard internazionali e offrirebbe una maggiore tutela verso i sottoscrittori di fondi italiani. L'uso di grandezze patrimoniali non riflette il reale valore di mercato delle partecipazioni, in particolare quelle dei fondi di venture capital, con un duplice effetto negativo per i sottoscrittori:

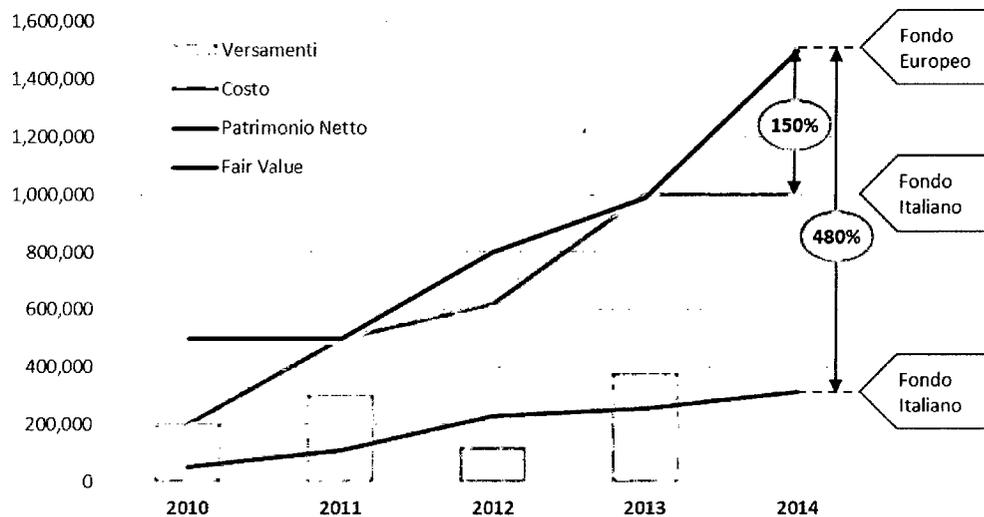
- la svalutazione nei bilanci dei sottoscrittori delle loro quote di partecipazione in fondi di diritto italiano, pur in presenza di valori di mercato pari o superiori all'investimento;
- l'eventuale cessione della quota sul mercato secondario avverrebbe con forte sconto rispetto al reale valore di mercato.

Le grandezze patrimoniali non sono infatti in grado di rappresentare il valore di mercato di imprese in fase di rapida crescita e/o in fase di avvio. Si consideri il caso, reale, di un'impresa che opera nello sviluppo di dispositivi medici: nei primi 6/7 anni di vita la società sarà in costante perdita, occupandosi della sola ricerca e sviluppo, e in alcuni casi la cessione potrà avvenire anche prima dell'entrata nella fase di commercializzazione dei prodotti. Il grafico sottostante mostra questo caso, dove il fondo di diritto italiano ha investito complessivamente 1 milione di euro,

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

analogamente ad un altro fondo europeo che opera secondo gli standard internazionali: la valorizzazione della partecipata da parte del fondo europeo a *fair value* sarà il 150% di quella del fondo italiano, nel caso in cui l'investimento venga da questi tenuto al costo, e addirittura del 480% nel caso in cui il fondo italiano consideri il valore della partecipata al patrimonio netto. Oltre all'evidente penalizzazione dei sottoscrittori di fondi italiani, l'utilizzo di criteri patrimoniali rispetto agli standard internazionali del *fair value* rende l'intero settore del private equity e venture capital italiano poco attraente per gli investitori internazionali.



17

Si chiede, inoltre, di definire meglio "l'obbligo di svalutazione in caso di riduzione di patrimonio netto della partecipata non temporanea e/o irrilevante". La definizione sintetica contenuta nella normativa richiede uno sforzo interpretativo in tutti quei casi – e sono la maggioranza – in cui l'investimento viene effettuato per il tramite di più veicoli e nella vita della partecipazione ci sono operazioni di natura straordinaria, aumenti di capitale, ecc. In particolare, i veicoli intermedi non sempre predispongono bilanci consolidati e talvolta, in ragione della nazionalità straniera, adottano criteri contabili differenti e non omogenei con quelli italiani.

Da ultimo, si segnala che normalmente alla data di redazione del rendiconto annuale non sono ancora disponibili i bilanci approvati delle società partecipate e in sede di valutazione risulta difficoltoso poter utilizzare dati infrannuali/gestionali "non ufficiali".

### Processo di valutazione degli attivi dei FIA: possibili soluzioni organizzative

L'art. 19 della Direttiva introduce una disciplina armonizzata a livello comunitario della funzione di valutazione degli attivi dei FIA, lasciando agli artt. 67-74 del Regolamento 231/2013 il compito di individuare gli obblighi di dettaglio per i GEFIA.

Nel recepire l'AIFMD in Italia, l'art. 2, comma 1 del D.Lgs. 44/2014 ha modificato l'art. 6, comma 1, lett. c) del TUF, estendendo l'ambito di azione del potere regolamentare della Banca d'Italia alle "condizioni per la delega a terzi della valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio dell'Oicr e del calcolo del valore delle relative quote o azioni" (cfr. nuovo n. 6).

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Inoltre, in base a quanto previsto dal nuovo art. 35-undecies del TUF (introdotto dall'art. 4, comma 5 del D.Lgs. 44/2014), nell'esercizio del suddetto potere regolamentare, la Banca d'Italia può "Per le finalità indicate dall'articolo 6, comma 01 (...) esentare i gestori autorizzati che gestiscono FIA italiani riservati" sotto soglia "dall'applicazione delle disposizioni attuative dell'articolo 6, commi 1, 2 e 2-bis".

In considerazione di quanto sopra, si rappresenta che per l'industria del private equity e del venture capital l'esenzione, per i gestori sotto soglia, dall'applicazione delle disposizioni in materia di valutazione degli attivi rappresenta un'opportunità che andrebbe colta, onde evitare un aggravio di costi difficilmente sostenibile<sup>3</sup> e il conseguente rischio che molti operatori escano dal mercato nazionale a detrimento proprio di quelle finalità di cui all'art. 6, comma 01 del TUF che la disciplina nazionale intende preservare (i.e. "salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana", "agevolazione dell'innovazione" e "proporzionalità (...) con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari"). Al riguardo, si ribadiscono anche le osservazioni espresse nel punto 1 di questa nota.

Per tale ragione, si richiede di valutare una modifica dei paragrafi 1.1 e 1.3 della Sezione II, Capitolo IV, Titolo V del Regolamento sulla gestione collettiva, così da prevedere che gli stessi non siano applicabili ai gestori sotto soglia, fermo restando la scelta degli operatori di sottoporvisi volontariamente (*opt-in*).

Qualora si ritenesse invece di non dar seguito alla suddetta richiesta, si chiede di precisare che la previsione di cui al citato paragrafo 1.3, concernente la possibilità di "delega a terzi" delle attività (i) di valutazione dei beni dei FIA e (ii) di calcolo del valore delle quote o azioni, deve essere intesa nel senso che le suddette attività possano essere tenute distinte<sup>4</sup> e pertanto delegate separatamente, anche a due soggetti diversi. In alternativa risulterebbe di fatto impedita la possibilità di ricorrere all'outsourcing, in considerazione (i) dell'attuale assenza nel mercato di operatori in possesso di entrambe le competenze richieste (la prima di analisi finanziaria e la seconda di carattere più prettamente amministrativo) dei medesimi requisiti richiesti per gli "esperti indipendenti" (cfr. art. 16 dello schema di Regolamento attuativo dell'art. 39 TUF<sup>5</sup>) e (ii) dell'onerosità delle attività da svolgere.

18

---

<sup>3</sup> Nel caso delle SICAF, l'aggravio dei costi si riverserebbe direttamente sui soci che in tali FIA sono anche investitori.

<sup>4</sup> Conformemente a quanto stabilisce il "considerando 80" del Regolamento 231/2013, secondo cui "Il terzo che procede al calcolo del valore patrimoniale netto del FIA non deve essere considerato un valutatore esterno ai fini della direttiva 2011/61/UE se non fornisce valutazioni di singole attività, comprese quelle che comportano un giudizio soggettivo, ma si limita a inglobare nel calcolo i valori ottenuti dal GEFIA, da fonti di prezzi o da un valutatore esterno".

D'altro canto, anche la Direttiva e il Regolamento 231/2013 considerano distintamente gli obblighi dei gestori relativi all'esercizio della funzione di valutazione (cfr., in particolare, art. 19, parr. 1-3 e 4-9 della Direttiva e artt. 61-67 e 73 del Regolamento 231/2013) da quelli inerenti al calcolo del NAV (cfr. art. 19, par. 4 della Direttiva e art. 72 del Regolamento 231/2013).

<sup>5</sup> In tal senso sembra da intendersi il richiamo, operato dal paragrafo 1.3, alle disposizioni del suddetto schema di Regolamento.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Ne deriverebbe la necessità, per gli operatori di private equity e venture capital, di tenere internalizzate le attività suddette e sostenere i relativi costi di implementazione mediante la separazione dalle attività rimesse alla funzione di gestione<sup>6</sup>. Inoltre, si delineerebbero incertezze in merito alle più adeguate soluzioni organizzative interne da adottare per conformarsi alla nuova disciplina, in merito alle quali si richiede all’Autorità uno specifico chiarimento.

Infatti, qualora si volesse affidare lo svolgimento delle attività proprie della funzione di valutazione a preesistenti funzioni interne, indipendenti gerarchicamente e funzionalmente da quelle preposte alla gestione dei FIA, va considerato che (i) soltanto poche SGR hanno internalizzato la funzione di risk management, alla quale sembrerebbe potersi affidare i compiti in materia di valutazione degli attivi dei FIA<sup>7</sup> e (ii) tali SGR hanno, a volte, accorpato la funzione di risk management a quella di compliance che, per i compiti cui assolve, non parrebbe poter essere deputata all’adempimento degli obblighi in materia di valutazione.

Sotto altro profilo, si evidenzia che l’assoggettamento a un’unica disciplina della delega relativa alle attività di valutazione e di calcolo del valore delle quote – oltre a porsi in apparente contrasto con quanto previsto dalla Direttiva – potrebbe comportare un inutile aggravio di oneri e di costi per i gestori italiani, impedendo di fatto l’esternalizzazione delle attività di mero calcolo del NAV a società terze che non soddisfino i rigorosi requisiti previsti dalla Direttiva (esclusivamente) per le ipotesi di delega della funzione di valutazione. Di contro, la possibilità di esternalizzare le attività consistenti nel mero calcolo del NAV senza attenersi alle restrittive condizioni dettate per le ipotesi di delega della funzione di valutazione potrebbe rappresentare una significativa semplificazione per gli operatori di private equity e venture capital, soprattutto avendo a mente gli OICR istituiti in forma societaria (SICAF), in relazione ai quali il ricorso allo strumento della delega dei “servizi amministrativi” (incluso il calcolo del NAV) potrebbe consentire il raggiungimento di efficienze organizzative non trascurabili.

Si richiede, inoltre, di introdurre la possibilità di conferire la delega di gestione del patrimonio o del rischio a soggetti non autorizzati, avvalendosi della facoltà prevista dall’art. 20, comma 1, lettera c), della Direttiva, previa autorizzazione dell’Autorità. Soprattutto con riferimento alla gestione dei rischi, i soggetti con esperienza nel settore sono in genere società di consulenza mentre gli unici soggetti regolamentati con competenze adeguate sarebbero probabilmente competitor della SGR affidataria.

---

<sup>6</sup> In proposito, si ricorda, da un lato, che la nuova disciplina richiede una separazione gerarchica e funzionale dalla funzione di gestione che attualmente nessun operatore ha previsto nella propria organizzazione in ordine alle attività di valutazione dei beni dei fondi e, dall’altro, che gli operatori sarebbero costretti ad internalizzare anche l’attività di calcolo del valore delle quote dei fondi, che allo stato molti operatori hanno esternalizzato a terzi (ad es., le banche depositarie o altre società di servizi).

<sup>7</sup> Qualora tale soluzione fosse possibile, occorrerebbe poi chiarire se, per gli operatori sotto soglia, tale circostanza avrebbe o meno l’effetto di dover separare la funzione di gestione del rischio dalle altre funzioni aziendali di controllo (compliance e internal audit) così da non poter più beneficiare della possibilità offerta dall’art. 38, comma 2 del Regolamento congiunto Banca d’Italia-Consob in consultazione.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Un'altra soluzione organizzativa, sull'adeguatezza della quale si chiede altresì un chiarimento, sarebbe quella di affidare lo svolgimento dei compiti della funzione di valutazione dei beni dei FIA alla funzione amministrativa della SGR, fermo restando la necessità di assicurare il rispetto dei principi generali e delle regole di cui ai menzionati paragrafi 1.1 e 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio<sup>8</sup>.

Si chiede, infine, di chiarire come debba essere inteso il rinvio – operato dal paragrafo 1.5 della Sezione II, Capitolo IV, Titolo V del Regolamento sulla gestione collettiva – agli artt. 72 e 74 del Regolamento 231/2013 che prevedono una periodicità del calcolo del NAV “almeno annuale”, ossia differente da quella che sembrerebbe essere presa in considerazione da altre disposizioni poste in consultazione che impongono una rendicontazione semestrale agli investitori (cfr. in proposito sia l'art. 3 dello schema di Regolamento attuativo dell'art. 39 del TUF, sia il Titolo IV, Capitolo V del Regolamento sulla gestione collettiva). Tale precisazione si rende necessaria per evitare che, su base semestrale, gli operatori siano tenuti a predisporre e pubblicare per gli investitori una relazione che non riflette valutazioni dei beni dei FIA aggiornate al semestre di riferimento, ma riferite all'ultimo NAV (annuale) pubblicato.

### Gestione del rischio

Al paragrafo 5 della Sezione I, Capitolo III, Titolo V si fa riferimento al sistema di gestione del rischio di cui deve dotarsi una SGR che gestisce *credit funds*.

In proposito, si chiede di chiarire che tali disposizioni non trovano applicazione ai *debt funds* che investono, ad esempio, nei cc.dd. “minibond” e/o in titoli obbligazionari similari.

20

### Titolo VI

#### Offerta all'estero da parte di gestori sotto soglia

Nel Capitolo III del Titolo VI non figurano disposizioni relative all'offerta di quote o azioni di FIA in Stati UE da parte di gestori sotto soglia. Ciò appare collegato alle disposizioni dell'art. 28-ter dello schema di modifiche al Regolamento Emittenti che, nel disciplinare la commercializzazione in uno Stato UE diverso dall'Italia di quote o azioni di FIA da parte di gestori italiani, non detta regole distinte per i gestori sotto soglia. Questa soluzione comporta, per i gestori sotto soglia, da un lato, l'obbligo di provvedere alla preventiva notifica alla Consob prevista da detto art. 28-ter del Regolamento Emittenti e dall'art. 43 del TUF e, dall'altro, la necessità di attendere, per l'avvio della commercializzazione, la comunicazione della Consob di avvenuta trasmissione del fascicolo di notifica completo all'autorità competente dello Stato UE interessato. In sostanza, verrebbero così estese ai gestori sotto soglia le misure di controllo della fase di commercializzazione previste per i gestori che ricadono, per dimensioni complessive delle attività gestite o per esercizio della

---

<sup>8</sup> In tal senso parrebbe precludere, ancora una volta, il “considerando 80” del Regolamento 231/2013, secondo cui “Il GEFIA (...) può calcolare il valore patrimoniale netto per quota o azione nell'ambito delle sue funzioni di amministrazione del FIA”.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

facoltà di *opt-in*, nell'ambito di applicazione della Direttiva, imponendo anche a questi ultimi, che non beneficiano del passaporto previsto dalla Direttiva, oneri e limiti che sono stati concepiti in funzione delle esigenze operative del passaporto.

Nel rimandare al punto 4 di questa nota (*sub* "Obblighi di notifica preventiva alla Consob") per osservazioni più estese relative all'art. 43 del TUF, è importante notare qui che, nel caso dei gestori sotto soglia, l'obbligo di attendere, per l'avvio della commercializzazione, la comunicazione della Consob di avvenuta trasmissione del fascicolo di notifica completo all'autorità competente dello Stato UE interessato, non trovando fondamento nella Direttiva, appare un requisito formale potenzialmente privo di riscontri negli ordinamenti di altri Stati UE, quindi non realizzabile (la trasmissione del fascicolo non sembra coerente con le condizioni poste dall'art. 32, comma 3, della Direttiva) o comunque non utile. Tale requisito, inoltre, non appare imposto dall'art. 43 del TUF, se si considera che il comma 3, lett. f), nel richiedere l'indicazione, da parte del gestore, degli Stati UE diversi dall'Italia in cui è prevista la commercializzazione di quote o azioni del FIA, precisa che l'indicazione debba essere fornita "*se rilevante*". Appare chiaro che tale indicazione, funzionale agli adempimenti relativi all'operatività del passaporto, non possa ritenersi rilevante per i gestori sotto soglia e che l'ambito di applicazione del comma 4, lett. b), di detto art. 43 debba interpretarsi in senso conforme.

Alla luce delle considerazioni che precedono, si chiede di rivedere le disposizioni interessate del Titolo VI, Capitolo III, nonché l'art. 28-ter dello schema di modifiche al Regolamento Emittenti, in modo da chiarire e semplificare gli adempimenti a carico dei gestori sotto soglia relativi all'offerta di quote o azioni di FIA in Stati UE diversi dall'Italia.

21

### Disposizioni finali e transitorie

#### **SGR sotto soglia – Comunicazione ai sensi dell'art. 2 del Regolamento 231/2013**

L'art. 2, comma 1, del Regolamento 231/2013 disciplina la comunicazione che i gestori devono effettuare per godere della deroga di cui all'art. 3, comma 2, della Direttiva e, conseguentemente, per beneficiare delle disposizioni di recepimento della Direttiva applicabili ai gestori sotto soglia. Per le SGR già esistenti, le quali non possono effettuare tale comunicazione in occasione della domanda di autorizzazione, appare utile una disposizione transitoria applicativa della norma in questione che indichi un termine ed eventuali modalità esecutive.

#### **Procedimento di autorizzazione per società di investimento che prestavano il servizio di gestione collettiva di FIA alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 44/2014**

Per tali società il procedimento di autorizzazione ai sensi dell'art. 15, comma 3, del D.Lgs. 44/2014 deve tener conto del fatto che la domanda va presentata dalla società stessa (in luogo dei soci promotori), con conseguente necessità di adattamento di alcune disposizioni contenute nel Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 7.1, 7.2 e 7.3.

# AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

### **3. “Regolamento congiunto Banca d’Italia – Consob” in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva**

#### **Comunicazione preventiva per delega di funzioni essenziali**

All’art. 44 è stato introdotto l’obbligo di comunicazione preventiva a Banca d’Italia e Consob dell’intenzione di esternalizzare funzioni aziendali operative essenziali o importanti o servizi. Lo schema di comunicazione da utilizzarsi a tal uopo, allegato al Regolamento congiunto, è rubricato “comunicazione dell’intenzione di stipulare accordi di outsourcing”. Nel prosieguo dell’art. 44 e nei successivi artt. 45 e seguenti si fa riferimento alla “delega di funzioni”, terminologia, quest’ultima propria della normativa comunitaria.

Auspicando innanzitutto un chiarimento terminologico, si rappresenta come lo strumento dell’outsourcing rivesta un ruolo fondamentale per i gestori di private equity che, avendo nella maggior parte dei casi strutture snelle, hanno spesso la necessità di acquisire sul mercato competenze specialistiche. Tale scelta consente, da un lato, di garantire ai fondi gestiti professionalità e competenze adeguate al servizio richiesto e, dall’altro lato, di contenere i costi rispetto alla soluzione dell’internalizzazione delle risorse.

Le modalità organizzative prescelte dai singoli gestori, incluso il ricorso all’outsourcing, sono oggetto di ampia rappresentazione alle Autorità di Vigilanza sia nel contesto dell’iter autorizzatorio, sia periodicamente (all’interno della relazione sulla struttura organizzativa).

L’introduzione di un obbligo di comunicazione preventiva, che peraltro non discende dalla normativa comunitaria, rappresenterebbe un ingiustificato ostacolo operativo e procedurale e se ne chiede, pertanto, l’eliminazione.

#### **Coordinamento con la regolamentazione comunitaria**

Sul piano della chiarezza delle disposizioni, si evidenzia che la modalità di redazione adottata, che prevede il frequente rinvio al Regolamento 231/2013, di fatto rende di difficile lettura unitaria la disciplina.

Quale esempio della necessità di un maggior coordinamento con il contesto normativo nazionale, si porta la normativa sulla gestione dei conflitti di interesse. In questo ambito, sembra opportuno allineare le ipotesi di conflitto di interesse, previste dal Regolamento congiunto all’art. 40, comma 1, con quelle indicate dall’art. 14, comma 1, della Direttiva, anche differenziando i riferimenti a investitori dei fondi e clienti della SGR. In linea con l’art. 34 del Regolamento 231/2013 sarebbe anche utile specificare, al comma 5 dell’art. 40 del Regolamento congiunto, le ipotesi in cui “*le disposizioni organizzative o amministrative adottate dal GEFIA non siano sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, i rischi di danni agli interessi del FIA o degli investitori del FIA*”.

Inoltre, quale altro esempio, si chiede di valutare se inserire una previsione che chiarisca il contenuto dell’art. 43, comma 1, lett. d) del Regolamento 231/2013, nella parte in cui prescrive che la funzione di gestione del rischio debba essere rappresentata nell’organo di gestione o nella

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

funzione di sorveglianza, se istituita, “almeno con la stessa autorità della funzione di gestione del portafoglio”.

#### **4. “Regolamento Intermediari” e “Regolamento Emittenti” della Consob**

##### **Obblighi informativi connessi alla commercializzazione di FIA riservati**

Al fine di evitare sovrapposizioni di obblighi informativi, con inevitabile aumento di costi in capo agli operatori, si richiede di chiarire come le disposizioni di cui all’art. 76-*bis*, comma 1 del Regolamento Intermediari vadano coordinate con l’art. 28, comma 1 (che richiama il nuovo Allegato 1-*bis*) e seguenti del Regolamento Emittenti con riferimento agli obblighi informativi da veicolare agli investitori nel caso di “commercializzazione di FIA propri”, in considerazione della sostanziale coincidenza della maggior parte degli obblighi informativi ivi previsti che riguardano la medesima fattispecie disciplinata nei due distinti plessi regolamentari (si pensi, ad esempio, alle informazioni concernenti la politica d’investimento, i costi a carico degli investitori e del FIA, il depositario, ecc...).

In proposito, si auspica che l’art. 76-*bis* disciplini gli obblighi informativi connessi alla commercializzazione di FIA riservati limitandosi a fare rinvio all’art. 28 del Regolamento Emittenti che, nel recepire la AIFMD, ha allineato tali obblighi informativi alle più evolute prassi di mercato. Diversamente, si costringerebbero gli operatori a duplicare gli sforzi e i conseguenti oneri economici di compliance, senza alcun vantaggio per gli investitori che si troverebbero a ricevere le medesime informazioni più volte.

23

In considerazione di quanto sopra, sarebbe dunque auspicabile un miglior coordinamento ed una semplificazione degli obblighi informativi cui sono tenute le SGR e le SICAF nel caso di commercializzazione di FIA riservati di propria istituzione.

Si chiede altresì di eliminare l’obbligo di messa a disposizione del documento d’offerta nel sito internet delle SGR o SICAF, atteso che non risulta previsto nelle disposizioni dell’AIFMD e non sembra motivato da ragioni effettive di tutela degli investitori dei FIA riservati, considerata la natura degli stessi. Il mantenimento di siffatto obbligo comporterebbe, pertanto, solo un aggravio di costi per gli operatori, in specie quelli con ridotte masse gestite, che si vedrebbero costretti a istituire e gestire aree riservate dei propri siti.

Si chiede dunque che la previsione della messa a disposizione del documento di offerta nel sito Internet della SGR o della SICAF, sebbene in area riservata, sia opzionale e possa essere utilizzata in alternativa ai tradizionali canali di consegna in via riservata utilizzati nei confronti degli investitori.

Al contempo, si richiede che l’obbligo di depositare presso la Consob la versione aggiornata del documento d’offerta entro il mese di febbraio di ogni anno sia limitato ai soli casi di “modifiche significative” delle informazioni contenute nel documento d’offerta, come peraltro può ricavarsi dal citato art. 23, comma 1 della Direttiva, eliminando pertanto l’obbligo di aggiornamento annuale. Ciò risulterebbe anche coerente con quanto previsto dal combinato disposto degli artt.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

43, comma 7 del TUF e 28-bis, comma 6 del Regolamento Emittenti, che richiedono un “vaglio” della Consob soltanto nei casi di modifiche rilevanti ai documenti e alle informazioni trasmesse con la lettera di notifica per l’avvio della commercializzazione.

Trattandosi di un documento di offerta, l’obbligo di aggiornamento dovrebbe essere limitato al periodo di sottoscrizione del FIA ed, eventualmente, in occasione delle emissioni successive di quote/azioni.

Per quanto attiene alle informazioni riguardanti il valore unitario della quota, di cui all’art. 28, 1-*quater*, trattandosi di FIA riservati, anche in linea con l’art. 19, comma 3, ultimo capoverso della Direttiva, sembra sufficiente che le modalità di comunicazione agli investitori del valore unitario della quota/azione siano indicate nel regolamento/statuto del FIA. Peraltro, l’utilizzo dei termini “pubblicità dell’informazione” e “pubblicato” sembra implicare modalità di diffusione dell’informazione più ampie rispetto alla comunicazione diretta agli investitori o la pubblicazione sul sito internet della SGR, principalmente utilizzate in questa tipologia di FIA.

Si propone pertanto di sostituire la frase *“è pubblicato con la medesima frequenza secondo modalità appropriate e idonee a garantire un’agevole consultazione della fonte e la pubblicità dell’informazione”* con la frase *“è messo a disposizione degli investitori secondo le modalità previste dal regolamento o dallo statuto”*.

### **Obblighi di notifica preventiva alla Consob**

Preliminarmente si chiede al legislatore delegato di riconsiderare l’estensione ai gestori sotto soglia (siano essi SGR o SICAF) dell’obbligo di avviare la procedura di notifica preventiva alla Consob in caso di *fundraising* puramente domestico. Per le ragioni sopra esposte (all’interno delle “Considerazioni generali”), la scelta compiuta dal legislatore italiano di allineare anche i gestori sotto soglia alle più rigorose condizioni prescritte per i gestori che beneficiano del passaporto rischia di rivelarsi un concreto ostacolo alla capacità/possibilità di raccogliere capitali sul mercato.

Considerato che la disciplina in materia di commercializzazione di quote o azioni di FIA riservati andrà completata da “istruzioni operative” dettate dalla Consob, l’associazione auspica che si tengano in adeguato conto le esigenze degli operatori di private equity e venture capital di semplificazione degli oneri di commercializzazione dei FIA, con particolare riferimento ai documenti da trasmettere e ai dati e alle informazioni da comunicare. Questo anche nell’ottica di assicurare certezza al momento in cui il “fascicolo di notifica” può dirsi completo e, più in generale, alla tempistica dei procedimenti amministrativi, che contemplano anche il rilascio dell’intesa da parte di Banca d’Italia.

In riferimento alla commercializzazione in Italia di FIA riservati, di cui all’art. 28-bis, e alle modifiche rilevanti della documentazione (fra cui vi è il regolamento del fondo), di cui al comma 6, si chiede di chiarire che la disposizione in questione (come pure l’art. 43, comma 7 del TUF) fa riferimento esclusivamente alla fase di commercializzazione del fondo e alle modifiche che incidono sulla stessa: pertanto, le eventuali modifiche dei termini del regolamento concordate con gli investitori nella fase di sottoscrizione/commercializzazione del fondo ed afferenti alla

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

gestione del FIA non dovrebbero essere soggette a questa disposizione. È opportuno, infatti, che si possa mantenere l'attuale chiarezza nei rapporti con i sottoscrittori, preservando i vantaggi, in termini di flessibilità, ottenuti con l'eliminazione dell'obbligo di autorizzazione, da parte della Banca d'Italia, delle modifiche del regolamento dei fondi riservati.

Si rinvia anche alle considerazioni svolte al punto 2 di questa nota, *sub* "Offerta all'estero da parte di gestori sotto soglia", per quanto attinenti all'art. 28-ter dello schema di modifiche al Regolamento Emittenti.

### **Commercializzazione di FIA feeder**

L'art. 28-bis, comma 10, consente la commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA *feeder* riservati (italiani o UE), da parte della SGR che li gestisce, "a condizione che anche il FIA master sia un FIA italiano riservato o un FIA UE e che sia gestito da una SGR, da una SICAV o da una SICAF". Non è chiaro il motivo per cui la commercializzazione in questione debba ritenersi preclusa laddove il FIA master sia un FIA UE il cui gestore UE ha espletato il processo per la commercializzazione in Italia del FIA master in questione in base alle regole sul passaporto. Tale divieto non appare oltretutto coerente con la soluzione prevista, per i FIA *feeder* italiani non riservati, dallo schema del nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia (Titolo V, Capitolo VI, Sezione II, par. 2, ultimo periodo), a norma del quale i FIA master UE non riservati, autorizzati a commercializzare le proprie parti in Italia ai sensi dell'art. 44 del TUF, possono avere tra i propri partecipanti FIA *feeder* italiani.

Si chiede, pertanto, di modificare l'art. 28-bis, comma 10, nel senso di consentire la commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA *feeder* riservati (italiani o UE), da parte della SGR che li gestisce, anche qualora il FIA master sia un FIA UE il cui gestore UE ha espletato il processo per la commercializzazione in Italia del FIA master in questione in base alle regole sul passaporto.

### **Impegni di riservatezza per rappresentanti dei lavoratori destinatari delle informazioni in caso di acquisizione del controllo**

L'art. 28-undecies del Regolamento Emittenti prevede significativi obblighi di informazione nei confronti dei rappresentanti dei lavoratori o, in loro assenza, dei lavoratori stessi. Nel recepire quanto previsto nella AIFMD, Capo V, Sezione 2 (Obblighi imposti ai GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono il controllo di società non quotate o di emittenti), il legislatore nazionale ha tuttavia ommesso di riportare quanto espressamente previsto all'art. 26, paragrafo 6, ossia che la Sezione 2 si applica "nel rispetto delle condizioni e restrizioni enunciate all'articolo 6 della Direttiva 2002/14/CE".

La Direttiva 2002/14/CE citata, relativa all'informazione e consultazione dei lavoratori, prevede, fra l'altro, all'art. 6 un chiaro obbligo di riservatezza a carico dei rappresentanti dei lavoratori e delle persone che eventualmente li assistano, qualora essi ricevano informazioni in via riservata dal datore di lavoro.

# AIFI

## Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Tale obbligo di riservatezza è stato recepito nel nostro ordinamento (contestualmente alla Direttiva succitata) con l'art. 5 ("Informazioni riservate") del D.Lgs. 25/2007 il quale prevede, in particolare, che "i rappresentanti dei lavoratori, nonché gli esperti che eventualmente li assistono, non sono autorizzati a rivelare né ai lavoratori né a terzi, informazioni che siano state loro espressamente fornite in via riservata e qualificate come tali dal datore di lavoro o dai suoi rappresentanti, nel legittimo interesse dell'impresa". Lo stesso art. 5 prevede inoltre che: i) il datore di lavoro non è obbligato a fornire informazioni che potrebbero creare difficoltà o danno all'impresa e ii) i CCNL dovrebbero prevedere commissioni di conciliazioni per le contestazioni relative alla natura riservata delle informazioni e per la determinazione delle esigenze tali da rendere le informazioni come potenzialmente lesive.

L'art. 28-undecies del Regolamento Emittenti procederebbe invece a recepire la AIFMD nell'ordinamento italiano senza fare alcun riferimento agli obblighi di riservatezza a carico dei rappresentanti dei lavoratori (ed eventualmente dei lavoratori medesimi), che ricevano le informazioni ai sensi dell'art. 28-undecies del Regolamento Emittenti.

L'assenza di un obbligo di riservatezza risulta particolarmente rilevante in ragione della natura, verosimilmente confidenziale, delle informazioni di cui saranno destinatari i rappresentanti dei lavoratori. Peraltro, la previsione di tale specifico obbligo si sarebbe resa a maggior ragione opportuna in considerazione del fatto che non è nella cultura delle nostre relazioni industriali chiedere l'assunzione formale di impegni di riservatezza ai rappresentanti sindacali tramite la sottoscrizione di specifici impegni di confidenzialità.

Occorre da ultimo rilevare che - anche qualora alle informazioni da fornire ai sensi del nuovo art. 28-undecies del Regolamento Emittenti si dovesse ritenere applicabile l'obbligo di riservatezza già contenuto nell'art. 5 del D.Lgs. 25/2007 - lo stato di attuazione di questa norma è assai limitato, in quanto la maggior parte dei CCNL, cui viene in generale rimesso il compito di dare attuazione alla disciplina, si sono limitati a riportare i contenuti della norma di legge, senza in particolare specificare né i parametri per l'individuazione delle informazioni riservate che il datore di lavoro può omettere, né un apparato sanzionatorio applicabile in caso di violazioni degli obblighi di riservatezza da parte dei rappresentanti dei lavoratori.

### **Limitazione delle regole di *asset stripping* ai pagamenti nei confronti dei soci**

Riguardo al divieto di disaggregazione di attività previsto dall'art. 28-*quaterdecies*, in base al quale, qualora un FIA acquisisca il controllo di una società non quotata, il gestore è tenuto ad osservare alcuni obblighi di astensione per 24 mesi dall'acquisizione, si chiede di specificare che il pagamento degli interessi (citato al comma 2 dello stesso articolo) si riferisce agli interessi su "finanziamenti soci". Deve essere invece consentito il pagamento degli interessi relativi ai finanziamenti bancari, che si legano agli impegni assunti con l'acquisizione.