

Milano, 29 luglio 2020

*Spett. Banca d'Italia
Servizio Regolamentazione e analisi macroprudenziale
Divisione Regolamentazione II
tramite (PEC): ram@pec.bancaditalia.it*

*Spett. CONSOB
on-line per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno*

Oggetto: Risposta alla consultazione sugli Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob per le Società di investimento semplice – SIS

AIFI, ringraziando dell'opportunità di interlocuzione concessa, riporta alcune considerazioni che derivano dal confronto con gli operatori associati e con i soggetti appartenenti all'ecosistema dell'innovazione con cui l'associazione è in contatto.

La proposta di Orientamenti di vigilanza di Banca d'Italia e Consob per le società di investimento semplice presenta senza dubbio alcuni spunti di interesse. In linea di principio, la creazione di una nuova tipologia di veicolo, dedicato alle fasce basse di raccolta, intercetta la necessità attualmente espressa dal mercato di uno schema di gestione snello che potrebbe essere costituito da team che non hanno, ad oggi, track record sufficiente per potere avviare una SGR o una Sicaf ordinaria e una raccolta di capitali istituzionali e su base strutturata.

Considerate le misure legislative già approvate a favore del mercato del venture capital e i fondi di fondi istituzionali operativi, ci può essere interesse a strutturare nuovi intermediari come first time team per candidarsi quali target di investimento di queste iniziative, che attraverso il ruolo di lead investor del soggetto pubblico mirano a supportare il processo di fund raising e a promuovere lo sviluppo di nuovi operatori e del mercato.

Tuttavia, gli stessi Orientamenti rischiano di avere scarsa rilevanza pratica dal momento che le SiS, seppur arricchiscono il novero degli strumenti di supporto alle startup, non risultano prive di complessità sia sotto il profilo strutturale che dal punto di vista operativo. Tale considerazione deriva principalmente dall'esperienza maturata a valle del recepimento della direttiva AIFM con la strutturazione di veicoli nella forma di Sicaf riservate nel comparto del private capital. Le difficoltà sono legate alla impossibilità, data la compenetrazione tra diritto societario e diritto finanziario nella disciplina della Sicaf, di ottenere la stessa flessibilità e speditezza operativa nel rapporto tra gestori e investitori e nel funzionamento del veicolo rispetto a quanto avviene con lo schema contrattuale dopo anni di esperienza ormai consolidata.

Invero nella Sicaf, neanche il ricorso a clausole statutarie che prevedono contemperamento tra la disciplina civilistica e quella regolamentare si rivela sufficiente a raggiungere le anzidette flessibilità e speditezza. Al riguardo, anche per fornire una soluzione a queste problematiche e per cercare di promuovere un maggiore sviluppo di questi soggetti, AIFI ha perfezionato, attraverso un gruppo di lavoro interno, l'elaborazione di uno statuto standard per Sicaf autogestite riservate multi-comparto su cui è in corso una proficua interlocuzione con Banca d'Italia.

Si è portati quindi a considerare, sempre sulla base dell'esperienza fin qui acquisita, che, così come è attualmente delineato, il regime previsto per le SiS non sia così attraente per nuove iniziative che abbiano politiche di investimento che rientrano nel perimetro individuato dal legislatore.

Da un punto di vista generale, si osserva che il limite dei 25 milioni di euro è molto stringente e, sebbene non sia questa la sede per la richiesta di una modifica normativa, si sensibilizza sul fatto che per aumentare la flessibilità dello strumento, potrebbe essere utile aumentare il limite massimo di raccolta, in modo da renderlo compatibile con i costi di set-up e on-going. Tale limite risulta ancor più stringente quando valutato unitamente al divieto per il singolo promotore di procedere alla costituzione di SiS per un ammontare complessivo superiore a euro 25 milioni, costringendolo quindi di fatto a dover attendere la fine della liquidazione della SiS prima di poter iniziare la promozione e gestione di una nuova SiS: in tal senso, il modello risulta fortemente penalizzante rispetto alla modalità operativa dei FIA di *private equity*, che tipicamente prevede che la promozione e gestione di un nuovo veicolo avvenga al termine del periodo di investimento di quello precedente (senza dover quindi attendere la liquidazione del FIA).

Inoltre, l'estensione di tale disciplina anche ai promotori di SiS che intendono investire in PMI (dunque non solo a quelle che "si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività") potrebbe senz'altro rendere lo strumento di maggiore utilità per progetti di investimento che ben si adattano alle esigenze di ricapitalizzazione del nostro segmento di imprese più fragili.

Sempre a questo proposito, con riferimento agli attivi in cui può essere investito il patrimonio di una SiS, si richiede di fornire un chiarimento ai fini di una puntuale interpretazione dell'inciso "*fase di sperimentazione, costituzione e di avvio dell'attività*".

Dal punto di vista dei sistemi di controllo, gli Orientamenti prevedono che la SiS riservata possa definire il proprio sistema di gestione dei rischi e di controllo interno senza prevedere l'istituzione di specifiche funzioni aziendali di controllo: nel prevedere in tale caso che sia l'organo di gestione a farsi carico delle attività inerenti (delegando a ciò un soggetto dedicato), gli Orientamenti non specificano quali caratteristiche debba possedere il componente dell'organo delegato a ciò, in particolare in termini di professionalità e competenza (ferma restando l'indipendenza rispetto allo svolgimento di attività che ne comprometterebbero l'autonomia): si auspica quindi un chiarimento in tal senso.

In materia di autorizzazione, si richiede un chiarimento in merito all'obbligo o meno della SiS di presentare un programma di attività al momento di presentazione dell'istanza: da un lato, la consultazione sembra non prevedere tale documento, dall'altro lato, nell'elencare le conseguenze del

superamento non temporaneo delle soglie di patrimonio netto, si fa menzione dell'obbligo di presentare un "nuovo" programma di attività.

Per ciò che concerne l'applicazione alle SIS delle disposizioni dettate da Consob in materia di commercializzazione, AIFI ribadisce la posizione già espressa in altre sedi, secondo cui non dovrebbe sussistere l'obbligo per le SIS (che si limitano necessariamente alla commercializzazione di OICR propri) di fornire informativa *ex post* ai propri investitori.

Cogliamo questa occasione di interlocuzione con l'Autorità per ribadire un argomento già affrontato in occasione di precedenti consultazioni, ossia la necessità di dare risposta alle richieste del mercato circa l'introduzione di un "regime di registrazione" per i gestori sotto soglia (in allineamento con scelte fatte da altri paesi in sede di recepimento dell'AIFMD).

Nel sistema che precedeva il recepimento dell'AIFMD era lasciata piena libertà agli operatori di costituire schemi di investimento collettivo valendosi degli strumenti previsti dal diritto comune, non soggetti a vigilanza. Questa flessibilità non è mai stata vista come una falla del sistema cui porre rimedio. In sostanza, la possibilità di operare con strumenti del diritto comune è sempre stata considerata come parte integrante del sistema e valvola di compensazione rispetto alle inevitabili rigidità e ai costi della vigilanza.

L'AIFMD ha richiesto una revisione della riserva di attività di gestione collettiva ma non ha imposto, per i gestori sotto soglia, il regime dell'autorizzazione. È stata quindi persa flessibilità per effetto di regole che chiudono il sistema andando oltre le previsioni dell'AIFMD.

La soluzione di introdurre un regime di vigilanza più leggero per i gestori sotto soglia ha valenze diverse per le diverse fasce dimensionali di operatori presenti nella categoria.

Le esenzioni previste negli Orientamenti di vigilanza sottoposti a consultazione confermano che vi è una soglia minima delle regole caratterizzanti il regime di vigilanza sotto la quale – comprensibilmente – non si ritiene possibile andare, neanche a favore di questa nuova tipologia di gestori. Per quanto possa ulteriormente soccorrere il principio di proporzionalità, gli oneri di questo regime – ove si voglia che esso mantenga un'effettiva efficacia senza tradursi in meri adempimenti formali e documentali – presuppongono una certa consistenza dimensionale ed economica del gestore. Per i numerosi gestori che si collocano sotto la soglia dimensionale minima che consente di sostenere gli oneri organizzativi ed economici di un regime di vigilanza, avuto riguardo anche ai livelli di remunerazione che giustificano l'assunzione del rischio di insuccesso del lancio di schemi di investimento successivi al primo, l'introduzione di un regime di vigilanza leggero non appare la risposta adeguata.

Conviene ancora osservare che se il recepimento dell'AIFMD, nelle aree rimesse alle decisioni di legislatori nazionali, è stato ispirato dall'intento di promuovere un irrobustimento organizzativo e procedurale dei gestori, questo intento non può che essere perseguito con misure calibrate sulle caratteristiche delle varie categorie di operatori, onde non produrre nel tempo conseguenze distanti dall'intento stesso.

Occorre tener presente al riguardo che, **nell'ambito dei gestori sotto soglia, il primo fattore che spinge i gestori di schemi di investimento non configurabili come OICR verso un regime di vigilanza è il mercato**, dal momento che uno schema non vigilato ha difficoltà a raccogliere le sottoscrizioni di alcune categorie di investitori professionali, per ragioni che riguardano la regolamentazione di tali soggetti e i vincoli interni all'attività di investimento che essi si sono dati.

I gestori che hanno una capacità di raccolta di impegni finanziari presso investitori esteri hanno l'ulteriore motivazione del passaporto UE, che può indurre gli stessi ad esercitare la facoltà di opt-in. Per tutti operano poi motivazioni attinenti allo standing riconosciuto dal mercato e all'emulazione dei diretti concorrenti. Considerate le osservazioni svolte e la necessità di operare con gradualità, un sistema flessibile e aderente allo spirito dell'AIFMD, che offra ai gestori sotto soglia di FIA riservati la facoltà di scegliere tra un regime di registrazione e uno di autorizzazione (in questo caso con regole di vigilanza base e altre attivabili mediante l'opt-in), appare più equilibrato pur rimanendo coerente con l'esigenza di introdurre un adeguato sistema motivazionale a favore del regime di vigilanza.

Va notato che tale soluzione è anche in linea con la scelta che in materia è stata compiuta in Francia per il recepimento dell'AIFMD ().** Riteniamo che questa circostanza debba essere considerata con attenzione perché Italia e Francia hanno ordinamenti, realtà socio-economiche ed esigenze di rafforzamento dei canali di finanziamento delle PMI e delle start-up molto simili.

Tornando alle SiS, stanti le soglie dimensionali previste dal quadro normativo attuale, si è portati a considerare che anche per team di gestori piuttosto giovani, ma che abbiano già un buon track record l'unica soluzione possa essere rappresentata dalla creazione di SGR sotto soglia che, attraverso la gestione di fondi EuVECA, possano anche usufruire dei vantaggi del passaporto e avviare la commercializzazione cross border.

Si riportano quindi, in sintesi, alcune osservazioni per una possibile riforma della disciplina delle SiS:

(a) Soglia minima

Diversi operatori del mercato hanno espresso il loro interesse nel proporre un innalzamento della soglia attualmente prevista pari ad euro 25 milioni. In considerazione dei costi operativi, di vigilanza e di gestione complessivi della SiS si ritiene, infatti, che potrebbe essere congruo prevedere una soglia di euro 100 milioni da riferire alle attività gestite complessivamente da una o più SiS riferibili ai medesimi promotori (a tal fine si è ipotizzata una parziale sovrapposizione tra una prima iniziativa in fase di disinvestimento e una seconda iniziativa in fase di investimento).

(**) Si veda, per semplicità, la posizione dell'AMF denominata "[Questions-réponses relatives à la transposition en droit français de la directive AIFM – DOC-2013-22](#)", punti 1.1 e 1.2.

(b) Registrazione

Si richiama l'attenzione sull'opportunità di prevedere nel caso delle SiS un meccanismo di registrazione in un apposito albo presso la Banca d'Italia in luogo di un processo autorizzativo. [Tale registrazione potrebbe essere soggetta, a titolo esemplificativo, a un impegno da parte della SiS a uniformarsi agli Orientamenti. Una modifica in questo senso consentirebbe di ridurre i tempi e i costi per la costituzione delle SiS pur preservando le esigenze di vigilanza.]

(c) Universo investibile

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 1, comma 1, lett. *i-quater* del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria ("TUF"), come modificato dal Decreto, il patrimonio delle SiS è investito esclusivamente in strumenti finanziari o quote rappresentative del capitale emesse da PMI non quotate su mercati regolamentati di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del Regolamento UE 2017/1129, che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività.

In un'ottica di revisione complessiva della disciplina si ritiene possa essere opportuno estendere l'utilizzo di tale strumento a tutte le tipologie di investimenti in *start-up* e PMI prevedendo, se del caso, limitazioni in capo ai promotori affinché gli stessi si qualificano come "*first time team*". Una modifica in tal senso consentirebbe ai nuovi gestori una maggiore flessibilità nell'identificare le potenziali *target* evitando incertezze interpretative in fase di identificazione degli investimenti ammissibili.

(d) Assicurazione sulla responsabilità professionale

Ai sensi dell'art. 35-*undecies* del TUF, è richiesto che le SiS stipolino un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi derivanti dall'attività svolta.

Al riguardo si rileva come tali tipologie di polizze risultino ancora poco diffuse e si propone di lasciare margine di scelta ai singoli promotori nel valutare se optare per una copertura dei potenziali rischi connessi alla responsabilità professionale mediante fondi propri aggiuntivi, così come previsto per gli altri gestori sotto soglia.