

**Asia Pacific**

Bangkok  
Beijing  
Brisbane  
Hanoi  
Ho Chi Minh City  
Hong Kong  
Jakarta  
Kuala Lumpur\*  
Manila\*  
Melbourne  
Seoul  
Shanghai  
Singapore  
Sydney  
Taipei  
Tokyo  
Yangon

**Europe, Middle East  
& Africa**

Abu Dhabi  
Almaty  
Amsterdam  
Antwerp  
Bahrain  
Barcelona  
Berlin  
Brussels  
Budapest  
Cairo  
Casablanca  
Doha  
Dubai  
Dusseldorf  
Frankfurt/Main  
Geneva  
Istanbul  
Jeddah\*  
Johannesburg  
Kyiv  
London  
Luxembourg  
Madrid  
Milan  
Moscow  
Munich  
Paris  
Prague  
Riyadh\*  
Rome  
St. Petersburg  
Stockholm  
Vienna  
Warsaw  
Zurich

**The Americas**

Bogota  
Brasilia\*\*  
Buenos Aires  
Caracas  
Chicago  
Dallas  
Guadalajara  
Houston  
Juarez  
Lima  
Los Angeles  
Mexico City  
Miami  
Monterrey  
New York  
Palo Alto  
Porto Alegre\*\*  
Rio de Janeiro\*\*  
San Francisco  
Santiago  
Sao Paulo\*\*  
Tijuana  
Toronto  
Valencia  
Washington, DC

\* Associated Firm

\*\* In cooperation with  
Trench, Rossi e Watanabe  
Advogados

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

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

VIA PEC  
[ram@pec.bancaditalia.it](mailto:ram@pec.bancaditalia.it)

VIA SIPE

Milano, 29 luglio 2020

**Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione del 30 aprile 2020 relativo a "Orientamenti di Vigilanza della Banca D'Italia e della Consob per le Società di Investimento Semplice - SiS" (il "Documento di Consultazione")**

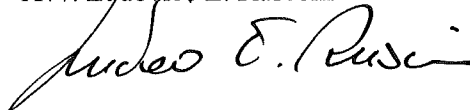
Spett.le Banca d'Italia, spett.le Commissione,

Nel ringraziare per l'opportunità offerta, si illustrano qui di seguito le osservazioni al Documento di Consultazione in epigrafe.

Nel restare a disposizione per qualsiasi opportuno chiarimento o delucidazione, si porgono

i migliori saluti

Avv. Ludovico E. Rusconi



Avv. Sara Belotti



Avv. Gianfranco Di Garbo  
Avv. Aurelio Giovannelli  
Avv. Fabio Brembati  
Avv. Pierfrancesco Federici  
Avv. Alberto Semeria  
Avv. Alberto Fornari  
Avv. Raffaele Giarda  
Avv. Andrea Cicala  
Avv. Lorenzo de Martinis  
Dott. Comm. Massimo Giacconi

Avv. Gianluca Benedetti  
Avv. Pietro Bernasconi  
Avv. Uberto Percivalle  
Avv. Massimiliano Biolchini  
Dott. Comm. Francesco Pisciotta  
Dott. Comm. Carlo Gnetti  
Dott. Comm. Maricia Pennesi  
Avv. Paola Colarossi

Avv. Guido Brocchieri  
Avv. Alessandra Calabrese  
Avv. Nicola Crispino  
Avv. Roberto Cursano  
Avv. Mario D'Avossa  
Avv. Alessandra Fabri  
Avv. Barbara Falini  
Avv. Serena Fanlinelli  
Avv. Francesco Florenzano  
Avv. Paolo Gall  
Avv. Francesca Rubina Gaudino  
Avv. Leonardo Giani  
Prof. Avv. Francesco Goisis

Avv. Gaetano Iorio Fiorelli  
Avv. Rodolfo Gherardo La Rosa  
Avv. Carlo Lichino  
Avv. Enrico Maria Mancuso  
Avv. Marco Marazzi  
Avv. Rita Marchetti  
Avv. Carlo Marinelli  
Avv. Chiara Marinozzi  
Avv. Cinzia Massara  
Avv. Alessandro Matteini  
Avv. Filippo Palmieri  
Avv. Domenico Mino Palumbo  
Avv. Alessandro Pennisi

Avv. Riccardo Pennisi  
Avv. Andrea Perotti  
Avv. Luca Pescatore  
Avv. Silvia Picchetti  
Avv. Giulliana Polacco  
Dott. Comm. Alberto Pregaglia  
Avv. Alessia Raimondo  
Dott. Comm. Luigì Rizzi  
Avv. Ludovico Erasmo Rusconi  
Dott. Comm. Michele Santocchini  
Avv. Luca Vincenzi

Codice Fiscale e Partita IVA 05094740965

Studio Professionale Associato a Baker & McKenzie è parte di Baker & McKenzie International.

**1. PREMESSA INTRODUTTIVA - DISPOSIZIONI APPLICABILI ALLE SIS**

Prima di procedere a commentare gli orientamenti delineati nel Documento di Consultazione si ritiene opportuno svolgere alcune considerazioni preliminari sull'iter legislativo che ha portato a definire l'istituto in discorso a livello di normativa primaria e sul quadro regolamentare ad esse applicabile.

Come è noto la SiS è stata introdotta nell'ordinamento Italiano (e più precisamente nel Testo Unico della Finanza) per effetto delle previsioni dell'art. 27 del Decreto Legge 30 aprile 2019, n. 34 (il "**DL 34/2019**") ed è definita come il FIA italiano, costituito in forma di Sicaf, che gestisce direttamente il proprio patrimonio e che rispetta tutte le seguenti condizioni:

- 1) ha un patrimonio netto non eccedente gli Euro 25 milioni;
- 2) ha per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività, in deroga all'articolo 35-*bis*, comma 1, lettera f), TUF;
- 3) non ricorre alla leva finanziaria;
- 4) dispone di un capitale sociale almeno pari a Euro 50 mila.

L'elemento che principalmente caratterizza la SiS è il fatto che, pur qualificandosi come un GEFIA ai sensi della Direttiva 2011/61/EU (la direttiva "**AIFMD**")<sup>1</sup> non è soggetta alla regolamentazione puntuale prevista dalla AIFMD per tali soggetti, ma beneficia di un regime regolamentare semplificato (come si evince dalle previsioni dell'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF).

Tale regime semplificato è peraltro ammesso dalla stessa AIFMD che all'art. 3.2, lettere (a) e (b) statuisce che:

"

- a) *i GEFIA che, direttamente o indirettamente, tramite una società alla quale il GEFIA è legato da gestione o controllo comuni o da una partecipazione importante diretta o indiretta, gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, non superano in totale la soglia di 100 000 000 di EUR; ovvero*
- b) *i GEFIA che, direttamente o indirettamente, tramite una società alla quale il GEFIA è legato da gestione o controllo comuni, ovvero da una partecipazione importante diretta o indiretta, gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite non superano in totale la soglia di 500 000 000 di EUR, quando i portafogli di FIA consistono in FIA che non ricorrono alla leva finanziaria e non prevedono il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA"*

---

<sup>1</sup> Più precisamente la SiS si qualifica come un FIA che, in virtù della sua forma giuridica (ossia di Sicaf), può essere gestito internamente dal proprio consiglio di amministrazione. Come tale, ai sensi del combinato disposto dell'art. 5, comma 1, lett. (b) e dell'art. 3, comma 3, lett. b) della AIFMD, la SiS deve essere autorizzata in qualità di GEFIA e, come tale, essere registrata presso le autorità competenti Italiane).

(i cd. "Gestori Sotto Soglia AIFMD") non sono soggetti alle disposizioni della AIFMD salvo per le limitatissime materie (le "Materie Riservate") regolate dall'art. 46 (in tema di sottoposizione ai poteri di vigilanza delle autorità competenti) e dai paragrafi 3 e 4 dell'art. 3 (in tema di autorizzazione, informativa sulle strategie di investimento, informativa sulla concentrazione dei rischi, informativa sul superamento delle soglie rilevanti), e salva in ogni caso la facoltà degli Stati Membri di prevedere disposizioni più rigorose (cfr. art 3, comma 3, penultimo paragrafo AIFMD).

Come sopra accennato, la AIFMD detta una regolamentazione molto articolata per i GEFIA che copre, tra gli altri, i profili autorizzativi, le condizioni operative (tra cui, conflitti di interesse, gestione del rischio, gestione della liquidità), i requisiti organizzativi (tra cui, valutazione del patrimonio), la delega di funzioni, la trasparenza, la commercializzazione presso gli investitori al dettaglio, la correttezza dei comportamenti. Tale regolamentazione è compendiata dalle norme di dettaglio contenute nel Regolamento Delegato EU 231/2013 ("Regolamento Delegato 231"), espressamente previsto dalla AIFMD (si veda l'art. 56 AIFMD) e che ne detta specifiche disposizioni attuative.

E' opportuno sottolineare che il legislatore italiano ha regolamentato l'attività dei Gestori Sotto Soglia AIFMD avvalendosi della sopracitata facoltà prevista dall'art. art 3, comma 3, penultimo paragrafo, AIFMD. L'art. 35-*undecies*, comma 1, TUF stabilisce, infatti, che i gestori autorizzati, che gestiscono FIA Italiani riservati, il cui valore totale dei beni gestiti non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni se gli OICR gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale (i "Gestori Sotto Soglia Italiani"), possono essere esentati da Banca d'Italia o da Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, dall'applicare le disposizioni attuative dell'art. 6, commi 1, 2 e 2-*bis* (che a loro volta attuano buona parte delle disposizioni della AIFMD e del Regolamento Delegato 231)<sup>2</sup>.

Pertanto, a differenza dei Gestori Sotto Soglia AIFMD, che sono esentati *tout-court* dall'applicare le disposizioni della AIFMD e segnatamente dal Regolamento Delegato 231 (salvo che per le Materie Riservate), i Gestori Sotto Soglia Italiani sono soggetti ad una "regolamentazione più rigorosa": debbono gestire FIA riservati e, in ogni caso, applicano le disposizioni regolamentari Italiane attuative della AIFMD (e quindi del Regolamento Delegato 231) salvo che, e nella misura in cui, le autorità di vigilanza Italiane, nell'esercizio dei rispettivi poteri regolamentari, li esentino espressamente dal farlo.

Per le SiS, tuttavia, è stato previsto un regime diverso: anzitutto, in sede di conversione del DL 34/2019, la L. 28 giugno 2019, n. 58 ("L. 58/2019") ha eliminato la limitazione di operatività ai soli FIA riservati (conseguentemente, una SiS può rivolgersi anche ad investitori cd. *retail*). Inoltre, è stata prevista la totale, immediata ed automatica disapplicazione delle disposizioni attuative dell'art. 6, commi 1, 2 e 2-*bis*, TUF (che, come sopra detto, a loro volta attuano buona parte delle disposizioni della AIFMD e del Regolamento Delegato 231). Ne consegue che, per come definite e regolamentate a livello di normativa primaria (ossia il TUF), le SiS costituiscono una categoria *sui generis* dei Gestori Sotto Soglia Italiani, non soggette alla AIFMD (salvo che per le Materie Riservate)

<sup>2</sup> Ancorché le disposizioni del Regolamento Delegato 231 siano di immediata applicazione, per come è stata implementata la AIFMD in Italia, le relative disposizioni trovano concreta attuazione in quanto richiamate nei regolamentari emanati dalle Autorità di Vigilanza in virtù dei poteri di normazione secondaria loro espressamente attribuiti.

né alle disposizioni attuative della stessa previste nel Regolamento Delegato 231 ovvero nei provvedimenti emanati in materia da Consob e Banca d'Italia (tranne per quelle materie che rientrano tra le Materie Riservate). Un impianto questo che lascia alquanto perplessi, perché se è vero che l'attività di investimento delle SiS è molto limitata (sia per tipologia di investimento che per valore del patrimonio gestito), nondimeno si tratta di veicoli di investimento a cui possono accedere investitori *retail*, ossia investitori per quali sussiste quella "*need of protection*" che permea tutta la normativa in materia (sia a livello Europeo che a livello Italiano).

Tanto premesso, e nonostante le deroghe previste dall'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF, la SiS, in quanto Sicaf, resta soggetta alle disposizioni del TUF di cui alla parte II, Titolo III come pure ad un cospicuo e nutrito *corpus* di disposizioni regolamentari, come meglio dettagliate nel Paragrafo 2 "*Normativa Applicabile alla SiS*", del Documento di Consultazione.

Tra le varie disposizioni lì richiamate, ve ne sono alcune rispetto alle quali - tenuto anche conto dei rilievi sinora svolti - si ritengono opportune alcune considerazioni.

#### **1.1 Decreto 5 Marzo 2015, n. 30 del MEF ("Decreto MEF")**

Con riferimento a tale decreto si indicano come applicabili alle SiS, tra le altre, le previsioni del Titolo VI ("*Valutazione dei Beni*"), e più precisamente gli art. 16 e 17.

Commento 1.1 (a): Tali disposizioni, in attuazione della delega attribuita al MEF dall'art. 39 TUF, fissano i requisiti ed i compensi degli esperti indipendenti che, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera (c), numero 5), TUF, sono incaricati del consiglio di amministratore di un gestore (nel nostro caso, di una Sicaf) a valutare i beni ed i valori in cui è investito il patrimonio della Sicaf medesima.

Si rileva, tuttavia, che l'art 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF esclude espressamente che alle SiS si applichino, tra le altre, tutte le disposizioni attuative dell'art. 6, comma 1, TUF (e, quindi, segnatamente, quelle della lettera (c)).

Ne consegue che l'applicabilità *tout court* del Titolo VI del Decreto MEF alle SiS non sembra coerente con le previsioni derogative previste del citato art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Peraltro, nel Documento di Consultazione si precisa (e, a giudizio di chi scrive, correttamente), che non si applicano alle SiS le previsioni contenute nel Titolo V, Capitolo III del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, che attengono precisamente ai criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo.

Piuttosto, sembrerebbe più coerente con l'impianto normativo specifico delineato dal TUF per le SiS ricondurre l'applicabilità delle suddette previsioni ad una raccomandazione e ciò, in particolare, laddove la SiS non sia riservata a soli investitori istituzionali.

## **1.2 Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e ss.mm.ii ("Provvedimento BI")**

Con riferimento a tale Provvedimento BI si indicano come applicabili alle SiS, tra le altre, le seguenti previsioni:

- Titolo III:
  - Capitolo I ("*Autorizzazione delle SICAV e SICAF*") ad eccezione della Sez. II, Par. 1 e della Sez. IV e per quanto concerne la Sez. II, Par. 6 tenendo conto che i titolari di partecipazioni qualificate in SiS sono tenuti a rispettare i soli requisiti di onorabilità di cui all'art. 14, TUF.

Commento 1.2(a): Nel Documento di Consultazione si precisa che, in sede di autorizzazione, le SiS non sono tenute a fornire il programma di attività; devono produrre solo le informazioni richieste dal Regolamento Delegato 231.

Inoltre, si "raccomanda" che, per le SiS non riservate, "*l'estratto pertinente della documentazione promozionale e la descrizione della strategia di investimento dovrebbero includere informazioni dettagliate sulla tipologia di clientela a cui il servizio è indirizzato e sulla coerenza della strategia di investimento e del profilo di rischio con la clientela designata*".

Se si esaminano le previsioni contenute nel Capitolo I, del Titolo III, del Provvedimento BI, la procedura autorizzativa delle SICAF è disciplinata in due sezioni:

- (i) la Sezione II, che si applica alle Sicaf in generale (cd. Sicaf "ordinarie"); e
- (ii) la Sezione III che, deroga - in parte - alla procedura generale di cui alla Sezione II, ma che si applica unicamente alla Sicaf cd.

"sotto soglia"<sup>4</sup> riservate ad investitori professionali (le "Sicaf Sotto Soglia Riservate").

Ai sensi della Sezione II, Paragrafo 4, per essere autorizzata la Sicaf deve produrre il programma di attività, che si compone di 4 sezioni (A, B, C e D).

Ai sensi della Sezione III, Paragrafo 1, per essere autorizzata la Sicaf Sotto Soglia Riservata è ugualmente tenuta a produrre il programma di attività, ma in questo caso, le informazioni di cui alla Sezione A sono sostituite dalle informazioni di cui all'art. 5, comma 2, del Regolamento Delegato 231.

Dal momento che la SiS non è necessariamente riservata ad investitori professionali, ad opinione di chi scrive, il relativo processo di autorizzativo non può che seguire le regole generali sopra richiamate, ossia:

- (i) ove la SiS sia aperta anche a investitori *retail*, la procedura delineata nella Sezione II;
- (ii) ove invece, la SiS sia riservata a soli investitori istituzionali, la procedura di cui alla Sez. III (ossia quella applicabile alle Sicaf Sotto Soglia Riservate).

Indubbiamente, nulla vieta che Banca d'Italia modifichi il Provvedimento BI prevedendo una disciplina autorizzativa *ad hoc* per le SiS nei termini delineati nel Documento di Consultazione. Ma non si ritiene che tale risultato possa esser conseguito in modo tecnicamente corretto mediante una sorta di "*interpretazione autentica*" delle disposizioni ad oggi in vigore (che, per il loro tenore letterale, tale interpretazione non sembrano ammettere).

---

<sup>4</sup> Ai fini del Provvedimento BI (e coerentemente con le analoghe previsioni dell'art. 35-*undecies*, comma 1, TUF) si qualificano come "*sotto soglia*" ("**Gestori Sotto Soglia Italiani BI**"), i gestori che:

- (i) gestiscono attività, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, che non superano in totale la soglia di 100 milioni di euro; oppure
- (ii) gestiscono attività che non superano in totale la soglia di 500 milioni di euro, a condizione che non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto per i partecipanti al rimborso delle quote o azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA.

Va per altro aggiunto che, laddove si discuta di SiS aperte ad investitori *retail*, l'inclusione nell'estratto pertinente della documentazione promozionale e la descrizione della strategia di investimento di informazioni dettagliate sulla tipologia di clientela a cui il servizio è indirizzato e sulla coerenza della strategia di investimento e del profilo di rischio con la clientela designata" non dovrebbe ridursi ad una mera "raccomandazione" ma dovrebbe qualificarsi come una vera e propria pre-condizione per il rilascio dell'autorizzazione. Anche perché, diversamente, si introdurrebbe nel nostro ordinamento la possibilità di autorizzare uno strumento di raccolta del risparmio presso il pubblico in assenza di una adeguata valutazione da parte delle competenti autorità di vigilanza dei rischi posti a carico di investitori (che, per definizione, si deve presumere non dispongano della professionalità, competenza ed esperienza necessarie per valutarli correttamente e compiutamente).

- Titolo IV:
  - Capitolo III ("*Vigilanza informativa*"), ad eccezione della Sezione II, paragrafi 1 e 12 e del Capitolo IV.

Commento 1.2(b): Con specifico riferimento alle previsioni della Sezione II del Capitolo III, non è chiara la ragione per cui si ritenga applicabile alle SiS il paragrafo 8 (*Relazioni delle Funzioni di Controllo*).

Ai sensi dell'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF, alle SiS non si applicano, tra gli altri, obblighi relativi alla materie regolate dall'art. 6, comma 1, lettera c)-*bis*, numeri 4), 5) e 6), che attengono all'istituzione della funzione di controllo della conformità delle norme, alla funzione di gestione del rischio di impresa ed alla funzione di audit interno.

Poiché il paragrafo 8 della Sezione II, Capitolo III si riferisce alle relazioni che le suddette funzioni devono inviare periodicamente alla Banca d'Italia, vada da sé che se tali funzioni non debbono essere istituite nelle SiS le relative relazioni non potranno essere disponibili.

Si ritiene pertanto che, per coerenza con le sopra richiamate previsioni derogative del TUF, il paragrafo 8 della Sezione II, Capitolo III debba essere incluso tra le disposizioni non applicabili alle SiS. Ciò, peraltro, risulterebbe altresì coerente con l'orientamento proposto nel Documento di Consultazione al punto 3.1 in tema di "*Sistema di gestione dei rischi e di controllo interno*", dove - quantomeno con riferimento alla SiS non riservate - si sottolinea come non sia necessaria l'istituzione di specifiche funzioni aziendali di controllo.

- Titolo V, ad eccezione dei Capitoli II e IV

Commento 1.2(c): Con specifico riferimento al Titolo V, si ritiene che non dovrebbero parimenti applicarsi alla SiS le previsioni contenute nel Capitolo VI (*Strutture Master Feeder*).

### **1.3 Regolamento Consob no. 20307 del 15 Febbraio 2018 ("Regolamento Intermediari")**

Con riferimento al Regolamento Intermediari si indicano come applicabili alle SiS le previsioni dell'art. 107, che a loro volta rinviano alle disposizioni contenute negli articoli 35, 36, 42, 43, 51, commi 1, 2 e 4, 62, comma 1, lettera (b), 71, 72, 73, 75, 77, 78, 79, 81 e 82 dello stesso regolamento nonché dell'art. 67 del Reg. UE 2017/565.

Commento 1.3(a): In termini generali, il richiamo alle suddette disposizioni appare coerente con la previsione contenuta nell'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, ultimo periodo, TUF, in forza della quale le SiS applicano le disposizioni dettate dalla Consob in materia di commercializzazione di OICR (nel nostro caso, di OICR propri).

Tuttavia, tra le norme richiamate dall'art. 107, vi è l'art. 73 (*Ruolo degli organi sociali, delle funzioni aziendali di controllo e del personale*), che, ai commi 2 e 3, di fatto prescrive l'istituzione della funzione di conformità delle norme e impone specifici obblighi di monitoraggio e reportistica.

Come già osservato nel commento alle previsioni contenute nel Titolo IV, Capitolo III ("*Vigilanza informativa*"), Sez. II del Provvedimento BI, ai sensi dell'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF, alle SiS non si applicano gli obblighi previsti dall'art. 6, comma 1, lettera c)-*bis*, numeri 4), che attengono all'istituzione della



funzione di controllo della conformità delle norme, e nello stesso Documento di Consultazione al punto 3.1 in tema di "*Sistema di gestione dei rischi e di controllo interno*", si puntualizza che - quantomeno con riferimento alla SiS non riservate - non sarebbe necessaria l'istituzione di specifiche funzioni aziendali di controllo.

Si ritiene pertanto che, per coerenza con le sopra richiamate previsioni derogative del TUF, nel richiamare l'art. 107 del Regolamento Intermediari si dovrebbe espressamente escludere l'applicabilità dell'art. 73 del medesimo regolamento.

#### **1.4 Delibera Consob n. 17297/2010 e ss.mm.ii. ("Delibera Consob 17297")**

Con riferimento alla Delibera Consob 17297, si indicano come applicabili alle SiS gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti li indicati (come meglio dettagliati nel Manuale degli Obblighi Informativi, allegato alla Delibera Consob n. 20917 del 22 novembre 2017 e successivamente modificato con Delibera Consob n. 20841 del 7 marzo 2019, di seguito il "**Manuale Operativo**").

Commento 1.4(a): Essendo la SiS una Sicaf devono dunque ritenersi ad essa applicabili gli obblighi specifici previsti dal Paragrafo I.15, Parte Prima, del Manuale Operativo.

A questo proposito, in base ai punti I.15.DP.g e I.15.DP.h del Manuale Operativo, la SiS dovrebbe trasmettere alla Consob la relazione della funzione di controllo di conformità delle norme, di cui all'art. 16 del Regolamento Congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 ss.mm.ii. (il "**Regolamento Congiunto**") e la relazione sulle attività di gestione del rischio, di cui all'art. 13 del Regolamento Congiunto.

Per effetto delle previsioni contenute nell'art. 10, comma 2, del D.Lgs 129/2017, l'art. 13 del Regolamento Congiunto deve oggi ritenersi abrogato e sostituito dal corrispondente art. 47 del regolamento di attuazione degli articoli 4-*undecies* e 6, comma 1, lettera b) e *c-bis*, TUF, adottato da Banca d'Italia con delibera del 5 dicembre 2019 (il "**Regolamento di Attuazione BI**").

L'art. 16 del Regolamento Congiunto ha cessato di essere applicato dal 20 febbraio 2018, data di entrata in vigore del Regolamento Intermediari, e deve ritenersi oggi sostituito dall'art. 46 del Regolamento di Attuazione BI.

Ora il Regolamento di Attuazione BI è stato adottato in attuazione degli articoli 4-*undecies*, 6, comma 1, lettere b) e c-*bis*) e 201, comma 12, TUF.

Senonché, come già più volte rilevato, l'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF esclude che siano applicabili alle SiS le disposizioni attuative dell'articolo 6, comma 1, TUF.

Ne consegue che, costituendo il Regolamento di Attuazione BI misura attuativa dell'art. 6, comma 1, lettera c-*bis*, TUF, detto Regolamento, a rigor di logica, non può applicarsi alle SiS *tout court*, e segnatamente non possono ritenersi applicabili gli obblighi informativi di cui ai paragrafi I.15.DP.g e I.15.DP.h del Manuale Operativo (che al Regolamento Congiunto, come oggi sostituito dal Regolamento di Attuazione BI fanno espressamente riferimento).

## **2. ORIENTAMENTI DI VIGILANZA**

### **2.1 Sistema di Governo e controllo**

#### **2.1.1 *Premessa***

L'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF, dopo aver espressamente escluso che alle SiS si applichino, tra le altre, le disposizioni attuative in materia di governo societario e requisiti generali di organizzazione, di cui all'art. 6, comma 1, lettera c-*bis*, numero 1) (e, conseguentemente, le disposizioni contenute nel Regolamento di Attuazione BI), statuisce che, in ogni caso, il sistema di governo e controllo delle SiS deve essere adeguato per assicurare la sana e prudente gestione e l'osservanza delle norme ad esse applicabili.

Non avendo il legislatore primario avuto l'accortezza di riservare espressamente a Banca d'Italia (stanti i criteri di competenza fissati dall'art. 5, comma 2, TUF) alcun potere specifico atto a declinare in modo puntuale le modalità operative attraverso cui le SiS concretamente assicurano l'adeguatezza di cui sopra (accortezza che si sarebbe resa ancor più necessaria attesa l'apertura, in sede di conversione del DL 34/2019, delle attività delle SiS agli investitori *retail*), l'autorità di vigilanza, *ex ante*, non potrebbe intervenire sulla materia se non attraverso dei meri orientamenti (con i limiti propri di tale strumento), dovendo (*ex post*) attivarsi, attraverso i poteri generali di cui agli art. 6-*bis*, 6-*ter* e 7, TUF, laddove dovesse riscontrare situazioni di inadeguatezza.

#### **2.1.2 *Requisiti generali di organizzazione e organi aziendali***

##### *Commento 2.1.2:*

L'orientamento proposto suggerisce che le SiS adottino una struttura organizzativa sostanzialmente in linea con quella delineata nel Regolamento di Attuazione BI (più precisamente nella Parte 4, dedicata, tra le altre alle Sicaf).

Una struttura, quindi, incentrata sulle tre funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo.

In termini generali si condividono le indicazioni formulate dalle autorità.

### **2.1.3 Sistema di gestione dei rischi e di controllo interno**

#### Commento 2.1.3:

In termini generali si condividono le indicazioni formulate dalle autorità. Si segnalano tuttavia due punti.

- (a) Sull'assetto del SCGR non è completamente chiaro il riferimento all'assetto previsto per i Gestori Sotto Soglia Italiani (ossia quelli indicati nell'art. 35-*undecies*, comma 1, TUF).

A tale proposito, l'orientamento in discorso rinvia all'art. 50 del Regolamento di Attuazione BI. Assumendo che il richiamo si intenda fatto all'art. 49 (l'art. 50 attiene alla delega di funzioni), tale articolo si limita a prevedere che i Gestori Sotto Soglia Italiani possono accentrare in un'unica funzione di controllo, permanente e indipendente, le funzioni di gestione del rischio e di controllo della conformità, e le funzioni di revisione.

Pertanto, più che di assetto analogo a quello dei Gestori Sotto Soglia Italiani, forse sarebbe opportuno fare riferimento all'assetto del SCGR "sul piano organizzativo e funzionale".

- (b) L'orientamento ammette che nelle SIS riservate sia possibile evitare l'istituzione di specifiche funzioni aziendali di controllo purché i relativi compiti siano affidati ad un componente dell'organo di gestione, dotato di adeguata competenza e privi di ulteriori deleghe che ne pregiudichino l'autonomia.

L'impostazione suggerita appare condivisibile; tuttavia, nulla si dice per il caso in cui la SiS sia invece aperta anche ad investitori *retail* (circostanza questa che suggerirebbe forse presidi di controllo separati ed autonomi rispetto all'organo di gestione).

Si rammenta, in proposito che stante la formulazione dell'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis*, TUF, in linea di principio alle SiS (che siano o meno riservate) non si applicano, tra le altre, le

disposizioni attuative in materia di controllo della conformità delle norme e audit interno (previste dall'art. 6, comma 1, lettera *c-bis*, numeri 4 e 5, TUF) né possono ritenersi direttamente applicabili alle SiS le disposizioni in materia previste dal Regolamento Delegato 231, atteso che le SiS, ai sensi della AIFMD, si qualificano come Gestori sotto Soglia e come tali dovrebbero ritenersi escluse dall'ambito di applicazione della AIFMD e segnatamente da qualsiasi previsione regolamentare, ancorché di rango comunitario, che ne dia attuazione (salvo ovviamente per le specifiche riserve previste dagli artt. 3 e 42 della AIFMD).

### **2.1.3 Delega di funzioni**

#### Commento 2.1.3:

In termini generali si condividono le indicazioni formulate dalle autorità, con le seguenti osservazioni.

Ai sensi dell'art. 33 TUF, le SiS, in quanto Sicaf, possono delegare specifiche funzioni inerenti la prestazione dei servizi di cui all'art. 33 TUF a soggetti terzi, ma, ai sensi del combinato disposto dell'art. 35-*undecies*, comma 2 TUF e 6, comma 1, lettera *c-bis*), numero 8) non dovrebbero ritenersi soggette alle disposizioni attuative emanate dalle autorità di vigilanza in tema di esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o di attività (e più precisamente alle disposizioni contenute negli artt. 50 e *ss.* del Regolamento di Attuazione BI) né alle disposizioni in materia previste nel Regolamento Delegato 231 (che non si applica ai Gestori Sotto Soglia AIFMD).

La materia, pertanto, ad oggi può essere dettagliata unicamente per via dell'orientamento proposto.

## **2.2 Previsioni Prudenziali per le SiS**

### **2.2.1 Assicurazione sulle responsabilità professionale**

#### Commento 2.2.1:

Si condivide l'orientamento proposto.

## **2.2.2 Contenimento e frazionamento del rischio**

Commento 2.2.2: Si condividono gli orientamenti proposti.

Si condivide in particolare il limite del 20% per l'investimento del patrimonio della SiS non riservata nello stesso emittente o in soggetti appartenenti al medesimo gruppo (impostazione questa coerente con le previsioni in tema di limiti alla concentrazione dei rischi dei FIA chiusi, di cui al paragrafo 3.1, Sez. V, Capitolo 3, Titolo V del Provvedimento BI).

## **2.2.3 Criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio della SiS**

Commento 2.2.3: Si condivide l'orientamento proposto.

## **2.3 Processo decisionale, conflitti di interesse e trattazione dei reclami**

Commento 2.3: Si condivide l'orientamento proposto.

## **2.4 Superamento non temporaneo del limite di patrimonio netto della SiS**

Commento 2.4: Si condivide l'orientamento proposto sull'opportunità di istituire, attuare e applicare procedure specifiche per assicurare un monitoraggio costante del valore totale delle attività gestite, al fine di verificare il rispetto della soglia limite di Euro 25 milioni di patrimonio netto.

A questo riguardo, considerata l'inapplicabilità delle specifiche disposizioni attuative previste dall'art. 6, comma 1, lettera c), numeri 5 e 6, TUF, per assicurare un livello di uniformità tra SiS nel processo di valutazione (e specie nel caso di SiS non riservate) potrebbe essere opportuno suggerire che detto processo si svolga sostanzialmente in linea con i principi fissati nel Provvedimento BI per i FIA chiusi (e più precisamente nei sottoparagrafi 2.4.1, 2.4.2, 2.4.3 e 2.4.6 del Paragrafo 2.4 (*Partecipazioni di FIA chiusi in società non quotate*), nel Paragrafo 3 (*Valutazione dei FIA chiusi in occasione di emissioni di quote successive alla prima*) e nel Paragrafo 4 (*Esperti Indipendenti*) della Sezione II, Capitolo IV, Titolo V.

Per quanto concerne gli obblighi connessi all'eventuale superamento della soglia limite di Euro 25 milioni, si condivide l'orientamento proposto che, nella sostanza, ricalca la procedura applicabile ai Gestori Sotto Soglia Italiani, nel caso di superamento delle rispettive soglie (come delineata nel Provvedimento BI, e più precisamente

alla Sez. III, Capitolo I, Titolo III e nel lì richiamato art. 4 del Regolamento Delegato 231). In particolare, molto opportuna risulta essere la differenziazione proposta tra SiS riservate e SiS non riservate, tale per cui, le prime, in caso di superamento della soglia di Euro 25 milioni, possono comunque optare per il regime dei Gestori Sotto Soglia Italiani; mentre le seconde (non essendo riservate) possono optare unicamente per il regime delle Sicaf ordinarie.

### 3. CONSIDERAZIONI FINALI

Nonostante il più che apprezzabile sforzo delle autorità di vigilanza nel fornire un inquadramento regolamentare di dettaglio per l'operatività delle SiS, ad opinione degli scriventi l'istituto in esame, per come attualmente regolamentato, rischia di trovare una scarsa applicazione.

Specie se si considera la SiS riservata, la regolamentazione dei gestori sotto soglia a livello di AIFMD poteva indurre il legislatore Italiano ad adottare un approccio più coerente con la finalità sottesa alla creazione di questo nuovo istituto, ossia istituire un OICR realmente semplificato.

Invero, tolto per i profili autorizzativi, che appaiono coerenti con la AIFMD, l'attuale regolamentazione della SiS sembra più focalizzata sull'applicabilità di obblighi informativi e di reportistica piuttosto che sul controllo e la preservazione del patrimonio della SiS (che forse, in ultima istanza, è l'aspetto di maggior importanza, vertendosi in materia di gestione collettiva del risparmio).

Ci troviamo dunque in una situazione normativa in cui restano applicabili alle SiS gli obblighi informativi previsti dagli articoli 6-bis (*Poteri informativi e di indagine*) e 8 (*Doveri informativi*) del TUF, che trovano una puntuale (e forse a tratti ridondante) declinazione nelle disposizioni attuative contenute del Provvedimento BI (in particolare le disposizioni del Capitolo III ("*Vigilanza informativa*") e nella Delibera Consob 17297, mentre è rimessa a meri orientamenti delle autorità di vigilanza la regolamentazione di dettaglio in materie "*chiave*" quali la valutazione del patrimonio gestito, il contenimento e frazionamento del rischio, la delega di funzioni, la gestione dei conflitti di interesse.

Considerati i significativi limiti qualitativi e quantitativi dell'attività di investimento consentita alle SiS era forse legittimo attendersi - avuto anche riguardo alla regolamentazione dettata dal legislatore comunitario per i Gestori Sotto Soglia AIFMD - che alle SiS sarebbe stata riservata una regolamentazione *ad hoc* tale da renderle realmente "snelle" sul piano operativo.

Ed a tal fine, sarebbe stato più che opportuno delegare a Banca d'Italia e Consob specifici poteri volti regolamentare l'operatività dell'istituto (anche per poter valutare con gli operatori, attraverso lo strumento della consultazione pubblica, soluzioni operative adeguate).

Ma così non è stato.

Con un procedimento di produzione normativa, che per quanto a conoscenza degli scriventi non ha precedenti in questa tipologia di materie, di fatto si è optato per una pressoché totale deregolamentazione dell'istituto, tenendo fermo unicamente il principio della "sana e prudente gestione". Principio che nel nostro ordinamento si riempie di contenuto solo laddove alle autorità di vigilanza è data la possibilità di delinearne puntualmente gli ambiti ed i confini. Ma se tale potere non è dato - come non è stato dato nel caso delle SiS - il principio in discorso rischia di restare un concetto tendenzialmente astratto, di cui le autorità di vigilanza - ed in particolare Banca d'Italia (stante il disposto dell'art. 5, comma 2, TUF) - restano formalmente garanti (e per la tutela del quale devono attivarsi anche con gli strumenti di cui agli art. 6-*bis*, 6-*ter* e 7, TUF), ma che gli operatori non possono chiaramente individuare (a tutto discapito della "certezza del diritto").

Peraltro, il diverso regime previsto per i Gestori Sotto soglia Italiani (ex art. 35-*undecies*, comma 1, TUF) rispetto alle SiS (ex art. 35-*undecies*, comma 2, TUF) appare difficilmente comprensibile. Per i primi, si è optato per un regime coerente con la AIFMD ossia il legislatore Italiano ha previsto disposizioni "di maggior rigore rispetto a quelle contenute nelle AIFMD sancendo, in prima battuta, la piena applicabilità della AIFMD (come declinata nell'art. 6, comma 1, 1-*bis* e 2, TUF e nel Regolamento Delegato 231), ma al tempo stesso attribuendo a Consob e Banca d'Italia il potere di prevedere specifiche deroghe applicative. E tutto questo, nel contesto di una operatività comunque limitata ai soli investitori professionali.

Per le SiS, si è di fatto sancita l'inapplicabilità *tout court* della AIFMD (e quindi del Regolamento Delegato 231) senza attribuire alcun potere regolamentare ad hoc a Banca d'Italia e Consob (anzi, tale potere è stato espressamente escluso) e, apparentemente, non tenendo conto del fatto che la natura degli investitori coinvolti richiederebbe diversi livelli di tutela (a seconda che si tratti solo di investitori professionali ovvero anche di investitori *retail*).

Il motivo di una siffatta scelta di politica legislativa risulta oscuro (peraltro, non sembra che l'istituzione delle SiS possa aver rappresentato un strumento di tale importanza per il rilancio degli investimenti in Italia da giustificare un simile approccio). Certo è che, per come attualmente normata, la SiS rappresenta un ibrido che rischia di trovare una limitata applicazione perché ancora troppo appesantita da obblighi "certi" su aspetti prevalentemente formali, ma al tempo stesso troppo poco regolamentata su aspetti sostanziali, che ne rendono l'operatività incerta o quantomeno non chiaramente definita.

L'auspicio, pertanto, è che il legislatore intervenga nuovamente sull'istituto delle SiS quantomeno attribuendo alla autorità di vigilanza il potere di dare loro una connotazione giuridica più certa e orientata a soddisfare le necessità degli operatori e, al tempo stesso, a favorire l'effettiva creazione di nuove opportunità per gli investitori (siano essi professionali o *retail*).

\* \* \* \* \*