

Roma, 21 luglio 2020

**Spett.le Banca d'Italia**

Servizio Regolamentazione e Analisi Macroprudenziale  
Divisione Regolamentazione II  
Via Milano, 53  
00184 - ROMA

A mezzo posta elettronica certificata: [ram@pec.bancaditalia.it](mailto:ram@pec.bancaditalia.it)

**Spett.le CONSOB**

Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 - ROMA

A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

**Oggetto: Osservazioni al documento per la consultazione pubblica recante orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per le società di investimento semplice – SIS**

\*\*\*

Lo scrivente **GIM Legal STA S.r.l.** (di seguito, lo "**Studio**"), nell'accogliere con favore la possibilità di partecipare alla consultazione pubblica in oggetto, fornisce di seguito osservazioni e commenti in merito al documento recante orientamenti di vigilanza per le società di investimento semplice – SIS (di seguito, gli "**Orientamenti di Vigilanza**").

Ringraziando per l'opportunità concessa, si autorizza sin da ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

**A. Premesse introduttive**

Introdotte per il tramite del recente Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita, successivamente convertito con modificazioni dalla Legge 28 giugno 2019 n. 58), le società di investimento semplice di cui al novellato art. 1, comma 1, lettera *i-quater*) del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF) (di seguito, le "**SIS**") identificano, anche sulla scia di esperienze di successo di altre giurisdizioni europee, per il nostro ordinamento un'inedita tipologia di organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) alternativo, riservato o meno ad investitori professionali, costituito in forma di società di investimento per azioni a capitale fisso (SICAF) autogestita.

Affinché possa configurarsi un OICR sotto forma di SIS, il richiamato art. 1, comma 1, lettera *i-quater*) del TUF richiede la concreta ricorrenza di una serie di rigorose condizioni,

---

GIM Legal STA S.r.l., C.F./P.I. 14554201005, sede legale via P. Tacchini 32, 00197, Roma  
Viale Parioli 124, 00197, Roma - T. +39 06 93373600, Via Olmetto 10, 20123 Milano – T. +39 02 89014376,  
Capitale sociale 75.300 euro i.v.  
email: [info@gimlegal.com](mailto:info@gimlegal.com) - pec: [gimlegal@legalmail.it](mailto:gimlegal@legalmail.it).

rilevanti tanto in termini organizzativo-patrimoniali quanto in termini di definizione della politica di investimento. A fronte di simili vincoli operativi, il novellato art. 35-*undecies*, commi 1-*bis*, 1-*ter* e 1-*quater* del TUF delinea un regime normativo che, volgendo lo sguardo a quanto prescritto per le ulteriori tipologie di OICR societari o contrattuali disciplinati dalla normativa primaria e secondaria, risulta connotato da oneri regolatori evidentemente ridotti<sup>1</sup>.

Lungi dal passare in rassegna le previsioni del TUF dedicate alle SIS, giova in questa sede introduttiva evidenziare come il veicolo di investimento societario in parola abbia suscitato numerose incertezze interpretative, ad avviso di chi scrive primariamente ascrivibili ad un apparato normativo evidentemente frammentario. In un contesto di tal fatta, anche in ragione della diffusione potenzialmente capillare del fenomeno, risulta dunque particolarmente apprezzabile l'attività ricognitivo-ricostruttiva profusa dalle Autorità destinatarie del presente contributo.

Sempre in via preliminare, lo scrivente Studio ritiene di estrema importanza, anche per le ricadute positive per lo sviluppo dell'economia reale, che sul mercato italiano possano avviare la propria operatività un certo numero di SIS.

Al fine di agevolare il più possibile la diffusione delle SIS, lo scrivente Studio, fermo restando il doveroso risalto da attribuire alle tematiche di tutela del risparmio, ritiene, laddove possibile, che sia particolarmente importante graduare le norme proporzionalmente ai diversi stadi del ciclo di vita di tali entità.

Tanto precisato in termini preliminari, lo scrivente Studio, con l'auspicio di poter fornire un contributo utile al fine, intende rassegnare osservazioni e commenti in merito al contenuto degli Orientamenti di Vigilanza (*cf.* **Sezione C** *infra*). Fermo quanto precede, prefigurando eventuali futuri interventi sull'impianto normativo licenziato dal Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita), lo scrivente Studio intende altresì veicolare talune osservazioni in merito all'attuale definizione di SIS di cui al novellato art. 1, comma 1, lettera i-*quater* del TUF (*cf.* **Sezione B** *infra*).

## **B. Osservazioni in merito alla definizione di SIS**

Lo scrivente Studio, pur consapevole che la presente sede non sia deputata alla trattazione dei limiti definitori di cui al novellato art. 1, comma 1, lettera i-*quater* del TUF, intende rassegnare talune osservazioni in merito alla qualificazione di SIS, come

---

<sup>1</sup> Come riportato nel documentato in consultazione, le richiamate semplificazioni trovano giustificazione in ragione della riconducibilità delle SIS al regime (discrezionalmente) semplificato applicabile ai gestori di portafogli di investimento non eccedenti determinate soglie quantitative (cc.dd. gestori sotto soglia). *Cfr.* sul punto le previsioni di cui all'articolo 3, paragrafo 2 della direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori dei fondi di investimento alternativi (meglio nota come "AIFMD"), come integrate e sviluppate per il tramite delle previsioni, di diretta applicazione, di cui al Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012.

delineata per il tramite della conversione del Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita).

Giusta previsione di cui al richiamato art. 1, comma 1, lettera i-*quater*) del TUF, le SIS sarebbero qualificabili alla stregua di OICR alternativi organizzati in forma societaria, indifferentemente riservati o meno, costituiti in forma di SICAF autogestita; tra le altre peculiarità, i veicoli di investimento in parola risulterebbero connotati da un oggetto sociale specifico ed esclusivo, nella specie rinvenibile nell'investimento diretto del patrimonio raccolto in "PMI non quotate su mercati regolamentati di cui all'articolo 2 paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera f)".

Alla luce dell'anzidetto rinvio al Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (Regolamento Prospetto), è agevole ricavare come le imprese *target* per il potenziale investimento delle SIS siano identificabili nelle società (non quotate su mercati regolamentati) che - in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato - soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: (i) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; (ii) totale dello stato patrimoniale non superiore ad Euro 43.000.000; e (iii) fatturato netto annuale non superiore ad Euro 50.000.000.

Fermo restando il suddetto elemento formale, la norma in parola specifica espressamente che le imprese *target* debbano trovarsi in una fase di "sperimentazione, costituzione o avvio delle attività".

Sebbene risulti evidente la *ratio* ispiratrice dell'istituto in commento, nella specie rinvenibile nella predisposizione di uno strumento di investimento dedicato all'*asset class del venture capital*<sup>2</sup>, si ritiene non vi sia particolare chiarezza, né sul punto è dato rinvenire indici normativi di riferimento, in merito al significato da attribuire al menzionato concetto di "sperimentazione, costituzione o avvio delle attività".

Nell'ottica di agevolare la diffusione del veicolo societario di cui si discorre ed al fine di ovviare ad eventuali imbarazzi operativi, lo scrivente Studio, prefigurando eventuali futuri interventi sull'impianto normativo delineato dal Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita), riterrebbe opportuno dedicare maggiore attenzione alla specificazione del concetto di "sperimentazione, costituzione o avvio delle attività"<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr., in termini analoghi, la relazione illustrativa presentata dal Governo in sede di conversione del Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita).

<sup>3</sup> Sul punto, a titolo meramente esemplificativo, giova rammentare le scelte definitorie del legislatore comunitario in tema di fondi per il *venture capital* qualificati (cc.dd. fondi "EuVECA"), particolari tipologie di fondi comuni di investimento alternativi cc.dd. sotto soglia, per la cui politica di investimento si è ritenuto di identificare il concetto di "*impresa di portafoglio ammissibile*" sulla scorta di parametri puramente formali suscettibili di verifica in termini concreti (cfr. art. 3, Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013).

A ben vedere, una compiuta specificazione del concetto da ultimo richiamato, lungi dal costituire mera accademia, sarebbe invero strumentale ad un'esatta perimetrazione della politica di investimento deputata a connotare il regime normativo delle SIS, veicolo societario finalizzato alla gestione collettiva del risparmio che investe, per esplicita definizione normativa, esclusivamente in PMI (come sopra identificate) che versino in una non meglio identificata fase di "sperimentazione, costituzione o avvio delle attività".

A corredo di quanto appena precisato, lo scrivente Studio ritiene parimenti opportuno un chiarimento, eventualmente in sede di disciplina secondaria, in merito agli investimenti ammissibili delle SIS.

Sul punto, occorre in effetti rammentare come la definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera *i-quater*) del TUF non fornisca alcuna precisazione in merito agli strumenti finanziari sottoscrivibili dalle SIS (i.e., *equity, equity-like, debt*), per contro limitandosi a precisare come gli investimenti debbano essere indirizzati nei confronti di PMI (come sopra caratterizzate).

Ancorché non sembrerebbero sussistere preclusioni di sorta, chi scrive riterrebbe opportuna una compiuta identificazione degli investimenti ammissibili delle SIS<sup>4</sup>.

## **C. Osservazioni in merito agli Orientamenti di Vigilanza**

### **1. Normativa applicabile alle SIS**

Nel solco delle agevolazioni riconosciute dall'ordinamento comunitario ai gestori di portafogli di investimento non eccedenti determinate soglie quantitative (cc.dd. gestori sotto soglia)<sup>5</sup>, come implementate dal legislatore domestico in sede di recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (AIFMD), il summenzionato art. 35-*undecies*, commi 1-bis, 1-ter e 1-*quater* del TUF, delinea un regime speciale particolarmente favorevole.

Come risulta evidente dal dato letterale, il richiamato regime normativo si traduce anzitutto nella disapplicazione delle disposizioni attuative di cui all'art. 6, commi 1, 2 e 2-*bis* del TUF, disapplicazione evidentemente finalizzata ad offrire uno strumento di investimento che, pur rispettoso della normativa europea, risulti agevole per gli investitori *retail* e professionali.

Ancorché mitigata dai (limitati) riferimenti normativi di cui al novellato art. 35-*undecies* del TUF, la disapplicazione delle disposizioni attuative cui l'art. 6, commi 1, 2 e 2-*bis* del TUF rimanda, traducendosi nella disapplicazione di gran parte delle disposizioni di rango secondario introdotte dalle Autorità destinate del presente contributo, impone

---

<sup>4</sup> Sul punto, sia consentito rimandare, a titolo meramente esemplificativo, alla definizione di "investimenti ammissibili" dei fondi per il *venture capital* qualificati (cc.dd. fondi "EuVECA") (cfr. art. 3, Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013).

<sup>5</sup> Cfr. sul punto la nota 1 *supra*.

un'attività ricognitivo-ricostruttiva del tutto analoga a quanto incluso negli Orientamenti di Vigilanza.

Premesso quanto sopra, lo scrivente Studio rassegna a seguire talune osservazioni e commenti in merito all'elencazione delle principali disposizioni che risulterebbero applicabili alle SIS.

Per quanto concerne la **disciplina unionale** direttamente applicabile, in considerazione della riconducibilità delle quote o azioni di OICR chiusi (quali le SIS) al concetto di "titoli" valevole ai fini dell'applicazione della disciplina di cui al Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (Regolamento Prospetto), lo scrivente Studio condivide i rilievi circa l'applicabilità alle SIS delle norme comunitarie dettate in punto di offerta al pubblico. Fermo quanto precede, si ritiene peraltro corretto inferire come la disciplina dell'offerta al pubblico di titoli possa in tale contesto rilevare al ricorrere delle seguenti condizioni: (i) effettiva configurabilità di un'offerta al pubblico; e (ii) non ricorrenza, in concreto, di una o più ipotesi di esenzione.

Risulta inoltre parimenti condivisibile la precisazione per cui sarebbero applicabili alle SIS (si ritiene limitatamente alle SIS cc.dd. non riservate ad investitori professionali) le previsioni di cui al Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento e del Consiglio del 26 novembre 2014 (Regolamento PRIIPS), unitamente alle prescrizioni di cui al Regolamento Delegato (UE) 2017/653 della Commissione datato 8 marzo 2017, con conseguente necessità di redazione dell'apposta documentazione rivolta agli investitori *retail* (KID - *Key Information Document*).

Impregiudicato quanto sopra con riferimento alla disciplina comunitaria, rileverebbe inoltre il complessivo *framework* normativo che ruota attorno alla direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (AIFMD), incluso il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012.

Per quanto concerne la **disciplina nazionale (di rango primario)** applicabile alle SIS, si condivide anzitutto l'ovvio rilievo in base al quale - sebbene non precisato dalla previsione di cui al novellato art. 35-*undecies* del TUF - troverebbe applicazione alle SIS, per quanto non espressamente derogato dal legislatore, lo statuto normativo primario e secondario applicabile alle SICAF.

In aggiunta ai condivisibili rilievi di cui agli Orientamenti di Vigilanza, chi scrive ritiene opportuno rammentare le seguenti previsioni normative che, ancorché concernenti le SICAF, troverebbero applicazione alle SIS: (i) la norma in punto di riserva di attività (art. 32-*quater* del TUF); (ii) l'elencazione tassativa delle attività esercitabili dalle SICAF, consistenti nella gestione del patrimonio raccolto mediante l'offerta di azioni e/o strumenti finanziari partecipativi, nell'amministrazione e commercializzazione di OICR, nonché nelle attività connesse e strumentali (art. 33, comma 3 del TUF); (iii) la norma dedicata al rilascio dell'autorizzazione alla costituzione delle SICAF da parte della Banca d'Italia, come rettificata in applicazione delle previsioni di cui all'art. 35-*undecies* del TUF, nonché le connesse previsioni in merito alla costituzione delle SICAF (art. 35-*bis* del TUF);

(iv) la norma dedicata all'iscrizione all'albo tenuto dalla Banca d'Italia (art. 35-ter del TUF); (v) le norme in materia di capitale sociale ed azioni delle SICAF, unitamente alla relative deroghe al diritto comune<sup>6</sup> (art. 35-quinquies del TUF); e (vi) la norma dedicata all'approvazione delle modifiche statutarie delle SICAF non riservate ad investitori professionali (art. 35-septies del TUF).

Parimenti condivisibile, in ragione dell'ovvia riconducibilità delle SIS al composito *genus* dei cc.dd. soggetti abilitati di cui all'art. 1, comma 1, lettera r) del TUF, risulta inoltre il richiamo ai poteri informativi, di indagine, ispettivi e di intervento di cui agli artt. 6-bis ss. del TUF.

Quanto alla **disciplina nazionale (di rango secondario)** applicabile alle SIS, lo scrivente Studio rassegna a seguire le proprie considerazioni.

- Si condivide il richiamo delle previsioni di cui al **Decreto 11 novembre 1998, n. 468 del Ministero del Tesoro** in punto di requisiti di professionalità ed onorabilità degli esponenti aziendali, previsioni che potrebbero essere soggette ad integrazioni in ragione di possibili (ed auspicabili) prossimi interventi del citato dicastero.

Per quanto si tratti di norme di rango primario, lo scrivente Studio ritiene sul punto opportuno precisare come, a corredo di quanto sopra, troverebbero applicazione le previsioni di cui dall'art. 36 del Decreto Legge 6/2011 (c.d. Decreto Salva Italia) in materia di divieto di *interlocking*, come dettagliate per mezzo delle linee guida emanate dalle Autorità di Vigilanza.

- Si condivide il richiamo delle norme di cui al **Decreto 11 novembre 1998, n. 469 del Ministero del Tesoro** in punto di requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni qualificate nel capitale sociale delle SIS.

In tema di partecipazioni nel capitale delle SIS, lo scrivente Studio ritiene peraltro opportuno sollecitare un cortese chiarimento in merito all'applicabilità delle seguenti previsioni (apparentemente non derogate dalle previsioni introdotte a mezzo del Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34): (i) articolo 14, comma 3 del TUF; e (ii) art. 15, comma 2 del TUF.

---

<sup>6</sup> Pare interessante rammentare come il regime normativo delle SIS, al pari di quanto previsto per le SICAF, dovrebbe essere connotato dalle seguenti preclusioni: (i) esclusione della possibilità di istituire patrimoni destinati ad uno specifico affare e/o della possibilità di stipulare finanziamenti destinati ad uno specifico affare (artt. 2447-bis ss. del Codice Civile); (ii) esclusione della possibilità di emettere azioni e strumenti finanziari partecipativi a favore di prestatori di lavoro (art. 2349 del Codice Civile); (iii) esclusione della possibilità di emettere azioni correlate ai risultati delle società in un determinato settore (art. 2350 del Codice Civile); (iv) esclusione della possibilità di emettere azioni di godimento (art. 2353 del Codice Civile). In aggiunta a quanto precede, si precisa inoltre come le SIS, coerentemente con l'impossibilità di ricorrere alla leva finanziaria posta dalla definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera i-quater) del TUF, non sarebbero abilitate ad emettere titoli obbligazionari.

- Si condivide il richiamo delle disposizioni menzionate negli Orientamenti di Vigilanza di cui al **Decreto 5 marzo 2015, n. 30 del Ministero dell'Economia e delle Finanze**.
- Si condivide il richiamo delle previsioni di cui al **Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015** (in quanto compatibili con riferimento alle SIS). Parimenti condivisibili risultano essere le esclusioni menzionate negli Orientamenti di Vigilanza. Fermo quanto precede, lo scrivente Studio rassegna a seguire talune osservazioni.
  - Con riferimento al richiamo delle previsioni di cui al **Titolo III** ("*Società di investimento a capitale variabile e fisso*"), **Capitolo I** ("*Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF*"), le Osservazioni di Vigilanza rinviano, sul presupposto della riconducibilità delle SIS al novero dei cc.dd. gestori sotto soglia, alle norme di cui alla **Sezione III** ("*SICAV e SICAF sotto soglia*"), a mente delle quali si prevede un regime semplificato per le SICAV e SICAF riservate ad investitori professionali che gestiscano portafogli di investimento non eccedenti determinate soglie quantitative. Tra le altre semplificazioni, si precisa letteralmente come "*le informazioni previste dalla Sezione II, par. 4, punto A) sono sostituite dalle informazioni che la società è tenuta a fornire alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 5, comma 2, del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013*" (cfr. Sezione III, par. 1).

A fronte dell'anzidetta semplificazione, lo scrivente Studio non reputa condivisibile l'esonero *sic et simpliciter* dalla produzione del programma di attività: per contro, aderendo alla lettera della previsione da ultimo menzionata, sembrerebbe maggiormente corretto inferire che le SIS siano abilitate a presentare un programma di attività "semplificato" caratterizzato da una struttura parzialmente derogatoria rispetto a quanto prescritto in termini generali dalle norme di cui al Titolo III, Capitolo I, Sezione II ("*Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF*"), par. 4 ("*Programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa*"); più in particolare, ferma la necessità di produrre la relazione sulla struttura organizzativa, il capitolo del (pur necessario) programma di attività dedicato alle attività della SIS (cfr. la menzionata Sezione II, par. 4, punto A) sarebbe sostituito dalle informazioni di cui all'art. 5, comma 2 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

Una soluzione di tal fatta sembrerebbe peraltro in linea con quanto prescritto ex art. 35-bis, comma 1, lettera h) del TUF, là dove si precisa come, in sede di procedimento autorizzativo, debba essere presentato, unitamente all'atto costitutivo ed allo statuto, una relazione sulla struttura organizzativa, nonché un programma concernente l'attività iniziale.

Quanto alle SIS non riservate, pur condividendo quanto precisato negli Orientamenti di Vigilanza, lo scrivente Studio ritiene che, contrariamente a quanto appena esposto in merito alle SIS riservate, non sia dato rinvenire gli estremi per consentire una semplificazione del relativo programma di attività, documento che andrebbe conseguentemente predisposto sulla base delle prescrizioni di cui al richiamato Titolo III, Capitolo I, Sezione II ("Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF"), par. 4 ("Programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa").

- Con riferimento all'esclusione delle previsioni di cui al **Titolo IV** ("Disposizioni comuni alle SGR, alle SICAV e SICAF"), **Capitolo III** ("Vigilanza Informativa"), **Sezione II** ("Comunicazione alla Banca d'Italia"), lo scrivente Studio non condivide l'opzione consistente nel derogare all'obbligo di comunicare preventivamente le cc.dd. operazioni rilevanti generalmente applicabile alle SGR, SICAV e SICAF (cfr. ivi par. 1)

Sia pur nella consapevolezza che lo statuto normativo delle SIS non sia compatibile con talune delle operazioni identificate (in via meramente esemplificativa) dalle previsioni di cui alla menzionata Sezione II<sup>7</sup>, chi scrive ritiene che i doveri informativi in parola, eventualmente rimodulati al fine di tenere conto delle caratteristiche delle SIS, sarebbero tali da conferire maggiore trasparenza al veicolo di investimento di cui si discorre con conseguente maggiore "attrattività" dello stesso.

- Con riferimento alle previsioni di cui al **Titolo IV** ("Disposizioni comuni alle SGR, alle SICAV e SICAF"), **Capitolo V** ("Prospetti contabili degli OICR"), ancorché non richiamate negli Orientamenti di Vigilanza, lo scrivente Studio ritiene come, in un'ottica di massima trasparenza, potrebbe essere opportuno estendere alle SIS norme analoghe a quanto ivi prescritto.
- Con riferimento alle previsioni di cui al **Titolo VI** ("Operatività transfrontaliera"), non richiamate negli Orientamenti di Vigilanza, lo scrivente Studio ritiene opportuno sollecitare un cortese chiarimento in merito alle formalità da tenere in considerazione in caso di operatività transfrontaliera delle SIS.
- Si condivide il richiamo del Tomo III, Capitolo VII, Parte V della **Circolare Banca d'Italia n. 154 del 22 novembre 1991**.
- Si condivide il richiamo delle Avvertenze generali e relativa alla Parte Quinta della **Circolare Banca d'Italia n. 189 del 21 ottobre 1993**.

---

<sup>7</sup> Cfr. a titolo meramente esemplificativo i riferimenti al patrimonio di vigilanza.



- Si condividono i puntuali riferimenti alle disposizioni attuative dettate da CONSOB in tema di commercializzazione di OICR (*i.e.*, Regolamento CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 – **Regolamento Intermediari** e Regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 – **Regolamento Emittenti**).

Fermo quanto precede, lo scrivente Studio ritiene opportuno sollecitare un cortese chiarimento in merito al regime di commercializzazione applicabile alle SIS (riservate e non).

Più in particolare, ferma l'applicabilità del combinato disposto di cui agli artt. 44 del TUF e 28-*quinquies* del Regolamento Emittenti in caso di commercializzazione di SIS nei confronti di investitori *retail*, si prega le Autorità destinatarie del presente contributo di chiarire - anche a fronte delle previsioni di cui all'art. 28-*bis*, comma 11 del Regolamento Emittenti - il regime di commercializzazione eventualmente applicabile alle SIS riservate ad investitori professionali.

- Si condivide il richiamo della **Delibera CONSOB n. 17297/2010** in tema di comunicazioni di dati e notizie da parte dei soggetti vigilati.
- Si condivide in ultimo, attesa l'evidente riconducibilità delle SIS nel novero dei cc.dd. "soggetti obbligati" di cui al Decreto Legislativo 21 novembre 2007 n. 231, il richiamo della **normativa in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo**.

## 2. **Sistema di governo e controllo – Requisiti generali di organizzazione e organi aziendali**

Al fine di bilanciare le evidenti semplificazioni applicabili alle SIS, l'art. 35-*undecies*, comma 1-*bis* del TUF precisa espressamente come il sistema di governo e controllo debba essere adeguato al fine di assicurare la sana e prudente gestione delle SIS, nonché l'osservanza delle disposizioni alle stesse applicabili<sup>8</sup>.

In applicazione del suddetto principio, si condivide il rilievo attribuito ai cc.dd. organi aziendali negli Orientamenti di Vigilanza. Parimenti condivisibili risultano inoltre le competenze identificate in termini generali, per ciascun singolo organo, dagli Orientamenti di Vigilanza.

Per contro, lo scrivente Studio ritiene suscettibili di integrazione le precisazioni in punto di composizione degli organi aziendali: più in particolare, sulla falsariga di quanto prescritto

---

<sup>8</sup> Cfr., sul punto, le indicazioni contenute nella relazione illustrativa presentata dal Governo in sede di conversione del Decreto Legge 30 aprile 2019 n. 34 (c.d. Decreto Crescita), a mente delle quali l'introduzione del concetto di adeguatezza del sistema di governo e controllo risulta giustificabile "in un'ottica di salvaguardia degli interessi degli investitori".

dalla recente normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia<sup>9</sup>, chi scrive, al fine di agevolare il più possibile la diffusione di questo nuovo schema di investimento, riterrebbe opportuno riconoscere maggiore rilievo alla tematica delle diversificazione nella composizione degli organi sociali delle SIS solo allorché si sia determinato un certo numero di SIS operanti sul mercato italiano, momento che potrà essere propizio per articolare l'organo amministrativo in termini di competenze, esperienze, età e genere.

### **3. Sistema di governo e controllo - Sistema di gestione dei rischi e di controllo interno (SGRC)**

Si condivide il rilievo circa l'adeguatezza di un assetto del SGRC analogo a quanto attualmente previsto per i gestori cc.dd. sotto soglia. Conseguentemente - sulla falsariga di quanto prescritto dall'art. 49 del Regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli artt. 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF datato 4 dicembre 2019 – il SGRC delle SIS potrebbe essere concretamente articolato come segue: (i) la funzione di *audit* interna potrebbe non essere istituita; e (ii) le funzioni di *risk management* e *compliance* potrebbero essere accentrate in un'unica funzione aziendale di controllo permanente ed indipendente.

### **4. Sistema di governo e controllo - Delega di funzioni**

Come correttamente precisato dagli Orientamenti di Vigilanza, la delega di funzioni sarebbe primariamente disciplinata dalle prescrizioni - dettate in punto di SICAF - di cui all'art. 33, comma 4 del TUF, in forza delle quali le SIS, ancorché OICR necessariamente autogestiti, sarebbero abilitate a delegare a soggetti terzi le attività dalle stesse esercitabili, quanto precede a condizione che: (i) sia evitato lo svuotamento delle attività delle SIS; e (ii) non venga meno, per effetto della delega, la responsabilità dell'intermediario nei confronti degli investitori.

Tanto premesso, occorre peraltro rammentare come, pur nella semplificazione garantita dal regime normativo applicabile alle SIS, debbano ritenersi nondimeno applicabili, in quanto non diversamente disposto o derogato, le seguenti previsioni comunitarie: (i) art. 20 della direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (AIFMD); e (ii) artt. 75 ss. del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012.

Sebbene si ritenga generalmente condivisibile quanto precisato dagli Orientamenti di Vigilanza, lo scrivente Studio ritiene non altrettanto condivisibile la tratteggiata diversificazione tra delega della funzione di gestione del portafogli di investimento, correttamente riservata ad intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di

---

<sup>9</sup> Cfr., sul punto, il Regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF datato 4 dicembre 2019 (cfr. ivi il combinato disposto di cui agli artt. 36 e 13 dettati i tema di composizione degli organi sociali).

gestione collettiva o di gestione individuale di portafogli, e delega della funzione di gestione del rischio, di contro riservata a "soggetti diversi".

In applicazione della previsione di cui all'art. 20 della direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (AIFMD), chi scrive riterrebbe invero opportuno identificare i soggetti destinatari di deleghe in materia di gestione del portafoglio e/o di gestione del rischio alla stregua delle precisazioni di cui all'art. 78 del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012.

#### **5. Previsioni prudenziali per le SIS – Assicurazione sulla responsabilità professionale**

Si condivide il richiamo della previsione di cui all'art. 15 del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012.

#### **6. Previsioni prudenziali per le SIS – Contenimento e frazionamento del rischio**

Fermo restando quanto sopra rilevato in merito all'opportunità di definire compiutamente gli investimenti ammissibili delle SIS (*cf.* **Sezione B supra**), lo scrivente Studio ritiene condivisibile i principi generali dettati in punto di contenimento e frazionamento del rischio.

Parimenti condivisibile risulta la possibilità concessa alle SIS di detenere liquidità per esigenze di tesoreria.

#### **7. Previsioni prudenziali per le SIS – Criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio della SIS**

Si condividono i principi generali dettati in merito all'esigenza di definire politiche e procedure di corretta valutazione delle attività (e relative passività) delle SIS, esigenza tanto più impellente quanto più si consideri: (i) la natura delle SIS, da intendersi quali gestori cc.dd. sotto soglia tenuti ad osservare determinate soglie di attivo; e (ii) la natura tendenzialmente illiquida degli strumenti finanziari emessi dalle imprese *target* delle SIS.

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

Si condividono i principi generali dettati dagli Orientamenti di Vigilanza in punto di processo decisionale e trattazione di eventuali reclami sollevati dagli investitori.

Con riferimento ai presidi in materia di gestione delle situazioni di conflitto di interessi, ferma l'applicabilità delle previsioni della direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (AIFMD) e del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, lo scrivente Studio ritiene opportuno sollecitare un cortese chiarimento in merito all'applicabilità della previsione di cui all'art. 117, comma 2 del Regolamento CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 (Regolamento Intermediari).

## 9. Superamento non temporaneo del limite di patrimonio netto della SIS

Considerata la riconducibilità delle SIS nel novero dei cc.dd. gestori sotto soglia, gli Orientamenti di Vigilanza includono utili indicazioni in merito alla procedura da osservare in ipotesi di superamento non temporaneo del limite di patrimonio netto di cui al novellato art. 1, comma 1, lettera i-quater) del TUF.

Ferma l'esigenza di applicare procedure finalizzate ad un monitoraggio costante del valore delle attività gestite, si reputa opportuno precisare come le previsioni di cui all'art. 4 del Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, ancorché facciano riferimento ad una situazione di superamento della soglia rilevante per un periodo superiore a tre mesi, impongano una valutazione prospettica in merito a ciascun singolo superamento di soglia (eventualmente anche meramente episodico e di durata inferiore ad un trimestre).

In circostanze di tal fatta, la richiamata norma impone al gestore di valutare la natura temporanea o meno del superamento occorso: nel caso in cui il gestore valuti il superamento quale meramente temporaneo, provvederà a fornire chiara informativa all'Autorità di Vigilanza; per contro, nel caso in cui il gestore dovesse ritenere il superamento non temporaneo, questi procederà a richiedere la necessaria autorizzazione quale gestore ordinario (i.e. non sotto soglia).

Posto quanto appena rilevato, lo scrivente Studio non ritiene condivisibile la formulazione degli Orientamenti di Vigilanza là dove sembrerebbe che la richiesta di autorizzazione c.d. "piena" da parte delle SIS sia dovuta unicamente in caso di superamento della soglia per un periodo di tre mesi. Per contro, ad avviso di chi scrive, ragioni di coerenza con la normativa comunitaria sopra richiamata imporrebbero di precisare come un'attività valutativa, con conseguente eventuale obbligo di richiedere l'autorizzazione quale c.d. gestore sopra soglia, costituirebbe un'attività dovuta ogni qualvolta si verifici un superamento della soglia del patrimonio netto di cui al novellato art. 1, comma 1, lettera i-quater) del TUF, e ciò a prescindere da riferimenti temporale di sorta.

\*\*\*

Si resta a completa disposizione per fornire ogni chiarimento necessario in merito alle osservazioni formulate.

Con osservanza.

Per GIM Legal STA S.r.l.  
Managing Partner  
Luigi Rizzi

