



Borsa Italiana

AVVISO n.3584	12 Marzo 2015	---
--------------------------------	---------------	-----

Mittente del comunicato : BORSA ITALIANA

Societa' oggetto : --
dell'Avviso

Oggetto : Questionario autovalutazione fondi
alternativi

Testo del comunicato

Si veda allegato.

Disposizioni della Borsa

LA RICONducIBILITÀ DELL'ATTIVITÀ SOCIALE
ALLO SCHEMA DELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

Premessa

Il presente questionario¹ (il “**Questionario**”) ha lo scopo di fornire una guida nel processo di auto-valutazione che una società è tenuta ad intraprendere al fine di valutare se l'attività da essa svolta debba essere ricondotta nell'ambito di applicazione della riserva di legge in tema di gestione collettiva del risparmio, a seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/UE (“**AIFMD**”).

Ai sensi del D.Lgs. n. 58/1998 (il “**Testo Unico della Finanza**” o il “**TUF**”), la gestione collettiva del risparmio è il servizio che si realizza attraverso la gestione di un organismo di investimento collettivo del risparmio (“**OICR**”) e dei relativi rischi.

Gli OICR sono definiti dal TUF come gli organismi - istituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio - (cfr. art. 1, lett. k) del TUF) il cui patrimonio è:

- **raccolto tra una pluralità di investitori** mediante l'emissione e l'offerta di azioni o quote;
- **gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia** dai medesimi; nonché
- investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili in base a una **politica d'investimento predeterminata**.

L'ampiezza della definizione di legge richiede ai singoli emittenti di effettuare una valutazione complessiva e sostanziale delle caratteristiche dell'attività sociale (attuale e prospettica) e del proprio assetto organizzativo.

Il presente Questionario è suddiviso in due distinte sezioni. La Sezione (A) riporta talune fattispecie al ricorrere delle quali l'emittente non ricade nell'ambito di applicazione della nuova disciplina dettata in materia di gestione collettiva del risparmio. La Sezione (B) - rilevante esclusivamente nel caso in cui si sia risposto in senso negativo a tutte le domande della Sezione (A) - riporta una serie di indicatori in presenza dei quali l'attività svolta da una società potrebbe essere qualificata come gestione collettiva del risparmio.

Si precisa tuttavia che le indicazioni fornite dal Questionario non devono ritenersi esaustive e, in ogni caso, la risposta negativa a tutti gli indicatori che compongono la Sezione (B) non esclude di per sé che le attività svolte dall'emittente non ricadano nell'ambito della riserva di attività dettata in materia di gestione collettiva del risparmio.

¹ Il questionario è stato elaborato da Borsa Italiana con il supporto del Prof. Filippo Annunziata, dell'Avv. Paolo Bordi, dell'Avv. Alessandro Merenda e del Prof. Mario Notari

Al contrario, la ricorrenza in senso affermativo o dubitativo di uno o più degli indicatori della Sezione (B) deve indurre l'emittente a contattare tempestivamente le Autorità competenti al fine di poter valutare in concreto se l'attività svolta sia qualificabile come "gestione collettiva del risparmio". Sul punto, si ricorda che il termine ultimo per la presentazione della domanda di autorizzazione a Banca d'Italia è il 30 aprile 2015.

Il Questionario è basato sulla normativa comunitaria e, in particolare, sugli orientamenti interpretativi pubblicati dall'ESMA il 13 agosto 2013 (gli "**Orientamenti ESMA**"). Le linee guida contenute nel Questionario, si basano inoltre sulle disposizioni del Testo Unico della Finanza e, per quanto attiene alla regolamentazione di secondo livello, sui regolamenti di attuazione pubblicati dalle Autorità competenti. Tali documenti, ai fini della loro entrata in vigore, saranno pubblicati nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana contestualmente alla pubblicazione del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) di attuazione dell'art. 39 del TUF in materia di struttura degli OICR.

* * *

SEZIONE A - FATTISPECIE ALLE QUALI NON SI APPLICA LA RISERVA DI ATTIVITÀ DETTATA IN MATERIA DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

1. La società è una società di partecipazione finanziaria.

[AIFMD, articolo 2, paragrafo 3, lettera a) e articolo 4, paragrafo 1, lettera o); Testo Unico della Finanza, art. 32-quater, comma 2, lettera d); Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio pubblicato dalla Banca d'Italia ad esito della consultazione (di seguito, il "Regolamento Banca d'Italia"), Titolo I, Capitolo II, Sezione II]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
------------------------------------	------------------------------------	--

Non sono considerati OICR "le società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che:

- 1) operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; oppure
- 2) non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari" ⁽²⁾.

Banca d'Italia

L'Autorità ha chiarito che "per strategia imprenditoriale si intende una finalità "industriale" – ossia, di produzione professionale di beni e servizi – o "commerciale" – ossia di intermediazione in via

⁽²⁾ Cfr. Testo Unico della Finanza, art. 32-quater, comma 2, lettera d). AIFMD, articolo 2, paragrafo 3, lettera a) e articolo 4, paragrafo 1, lettera o).

professionale nella circolazione di beni e servizi. Gli OICR hanno, invece, una diversa finalità: essi sono gestiti con il fine di generare un rendimento finanziario per gli investitori derivante dall'attività di acquisto, detenzione, ottimizzazione, vendita degli asset, coerente con una politica di investimento determinata⁽³⁾.

In altri termini, *“il servizio di gestione si connota principalmente per la finalità di valorizzare un dato patrimonio, perseguita mediante il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento e disinvestimento dei beni in cui è investito il patrimonio”* ⁽⁴⁾.

Le SPAC (Special Purpose Acquisition Company) sono escluse dall'ambito della riserva, nella misura in cui rientrano nella fattispecie sopra descritta ⁽⁵⁾.

Commento

- Con riferimento all'esenzione enunciata all'art. 32-*quater*, comma 2, lettera d), numero 2) del Testo Unico della Finanza (*“società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che [...] non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari”*), al fine di valutare se l'attività svolta sia di fatto riconducibile a quella di una società di partecipazione finanziaria, si potrà utilmente tenere conto, tra gli altri, dei seguenti elementi: (1) la misura della partecipazione detenuta nelle società oggetto dell'investimento (in particolare, se si tratta di una misura tale da far presumere l'esistenza di un rapporto di controllo o di influenza notevole); (2) il grado di ingerenza nella gestione delle stesse.
- Per quanto riguarda l'esenzione prevista all'art. 32-*quater*, comma 2, lettera d), numero 1) del Testo Unico della Finanza (*“società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che [...] operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea”*), il considerando (8) della AIFMD, pur confermando che *“i soggetti non considerati GEFIA ai sensi della presente direttiva non rientrano nel suo ambito di applicazione. Di conseguenza, la presente direttiva non dovrebbe applicarsi alle holding quali ivi definite”*, ha d'altro canto precisato che *“né i gestori di fondi di investimento in capitali privati (private equity funds) né i GEFIA che gestiscono FIA le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato dovrebbero essere esclusi dal suo ambito di applicazione”*.
In relazione a ciò, rispondendo a un quesito interpretativo, la Commissione Europea ha poi precisato che:

⁽³⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione.

⁽⁴⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

⁽⁵⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione, che esclude dall'ambito della riserva le SPAC *“nella misura in cui rientrano nella fattispecie di cui all'art. 32-*quater*, comma 2, lett. d), del TUF”*.

“The definition of holding companies given in the AIFMD is not related to the definition of financial holding companies in other EU legal acts. It is not possible to introduce additional elements into the definition laid down in the Directive.

Article 4(1)(o) has to be read as a whole and jointly with recital 8. Consequently private equity as such should not be deemed to be a 'holding company' in the sense of Article 4(1)(o). "Operating on its own account" should be interpreted also in the context of the requirement that the shares of such holding company are admitted to trading on a EU regulated market. Hence this means that the holding company is a separate legal entity that carries out the business of owning and holding equity shares of other companies without the intent to dispose of such shares. Such business is done on the own account of the holding company and not on behalf of a third party. It is inherent in the concept of a holding company that all other operations apart from those related to the ownership of shares and assets are done via its subsidiaries, associated companies or participations. The exclusion of a holding company in Art 2(3)(a) was meant to exclude from the AIFMD large corporates such as Siemens or Shell. The criterion of being listed is not in itself sufficient”⁽⁶⁾.

- *Si ricorda che le SPAC si caratterizzano per: (1) una fase iniziale - che ricomprende la costituzione del veicolo, la raccolta del contante e la ricerca della target al fine di realizzare una business combination - durante la quale i manager non compiono alcuna gestione in monte del denaro raccolto che rimane depositato nel conto vincolato; (2) una fase finale, relativa all'approvazione e realizzazione della business combination, in cui il patrimonio della SPAC non viene gestito dai manager in autonomia rispetto agli azionisti-investitori: il management ha infatti solo una funzione propositiva della business combination che, in ogni caso, ha bisogno dell'approvazione dell'assemblea degli azionisti-investitori.*

2. La società è una SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotata)

[Resoconto della Consultazione al Regolamento Banca d'Italia (di seguito, “il Resoconto della Consultazione”)]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
------------------------------------	------------------------------------	--

Banca d'Italia

“Le società di investimento immobiliari quotate rientranti nella categoria delle SIIQ non costituiscono OICR secondo quanto previsto dall'art. 20 del d.l. 12 settembre 2014, n. 133”⁽⁷⁾.

3. La società ha uno scopo commerciale o industriale.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 2]

⁽⁶⁾ European Commission, Questions on Single Market Legislation, Alternative Investment Fund Managers Directive, Question ID 1146.

⁽⁷⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione.

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

ESMA

Non sono considerati OICR le società che hanno uno scopo commerciale o industriale generale, da intendersi come *“il perseguimento di una strategia imprenditoriale caratterizzata da elementi quali lo svolgimento in modo prevalente di:*

- (i) *un'attività commerciale, che comprenda l'acquisto, la vendita e/o lo scambio di beni e merci e/o la fornitura di servizi non finanziari, o*
- (ii) *un'attività industriale, che comprenda la produzione di beni o la costruzione di proprietà, oppure*
- (iii) *una combinazione delle due attività summenzionate”* ⁽⁸⁾.

Banca d'Italia

“Indipendentemente dalla natura giuridica dell'OICR, il patrimonio dell'OICR non può essere utilizzato per perseguire una strategia di tipo imprenditoriale ⁽⁹⁾, sia essa commerciale o industriale ovvero una combinazione delle stesse”.

Banca d'Italia ha chiarito ⁽¹⁰⁾, inoltre, che non *“rientrano nella definizione di gestione collettiva del risparmio, e fermo restando che le relative valutazioni vanno condotte caso per caso”*, le fattispecie di cui ai punti 3.1 e 3.2 che seguono.

3.1 La società è una società immobiliare (acquista immobili) che (i) non agisce sulla base di una politica di investimento predeterminata; ovvero (ii) presta in via prevalente attività di gestione e manutenzione di immobili acquisiti o di intermediazione immobiliare [Resoconto della Consultazione]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

3.2 La società è una joint venture. [Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Resoconto della Consultazione]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

⁽⁸⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 2.

⁽⁹⁾ Il Resoconto della Consultazione chiarisce che *“per strategia imprenditoriale si intende una finalità “industriale” – ossia, di produzione professionale di beni e servizi – o “commerciale” – ossia di intermediazione in via professionale nella circolazione di beni e servizi. Gli OICR hanno, invece, una diversa finalità: essi sono gestiti con il fine di generare un rendimento finanziario per gli investitori derivante dall'attività di acquisto, detenzione, ottimizzazione, vendita degli asset, coerente con una politica di investimento determinata”.*

⁽¹⁰⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione.

Banca d'Italia

Non sono considerati OICR “*le joint venture e, in generale, tutti gli accordi tra imprese e altri soggetti, in qualsiasi forma conclusi (ad es. consorzi, associazione in partecipazione) che abbiano ad oggetto la realizzazione di uno o più affari secondo un predeterminato progetto a carattere commerciale o industriale*” ⁽¹¹⁾.

Inoltre, “*le c.d. joint venture (JV) finanziarie (costituite da due o più soci per l’acquisizione, la gestione e il disinvestimento di partecipazioni – secondo linee guida determinate in via statutaria o parasociale – nelle quali ciascun socio nomina almeno un amministratore e i soci si riservano in via parasociale o statutaria l’approvazione delle scelte di investimento) non sono da considerarsi OICR se i capitali delle stesse non sono raccolti tra investitori mediante l’offerta di azioni o altri strumenti partecipativi e i singoli soci sono attivamente coinvolti nella gestione, attraverso il potere di nominare amministratori e / o di approvare le operazioni di investimento*” ⁽¹²⁾.

4. Si è in presenza di un patrimonio familiare.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 2 e Sezione 7, paragrafi 15 e 16]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Banca d'Italia

“*Non rientra nella nozione di raccolta del patrimonio l’adesione da parte di un familiare a un veicolo di investimento costituito e partecipato dagli appartenenti a un medesimo nucleo familiare e che ha come oggetto esclusivo la gestione del patrimonio familiare. A tal fine, vengono in considerazione i parenti fino al quarto grado, il coniuge, il convivente more uxorio e i figli di quest’ultimo, gli affini, nonché in generale i familiari fiscalmente a carico*” ⁽¹³⁾.

* * *

SEZIONE B - INDICATORI AL RICORRERE DEI QUALI È POSSIBILE CHE L’ATTIVITÀ SVOLTA DA UNA SOCIETÀ POSSA ESSERE QUALIFICATA COME GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

1. Lo scopo della società è quello di generare un rendimento finanziario ⁽¹⁴⁾ aggregato.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 2]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

⁽¹¹⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

⁽¹²⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione.

⁽¹³⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

⁽¹⁴⁾ Il Resoconto della Consultazione chiarisce che “*la nozione di rendimento [...] va intesa come rendimento finanziario frutto della gestione in monte sulla base di un politica di investimento predeterminata basata sul principio di diversificazione del rischio*”.

Banca d'Italia

Potrebbe essere riqualficata come un OICR quella società che “*ha la finalità, attraverso la gestione del suo patrimonio e dei relativi rischi, di generare un rendimento per gli investitori*”⁽¹⁵⁾ *derivante dall’acquisto, dalla detenzione o dalla vendita delle attività in cui è investito il patrimonio stesso e dalle operazioni volte a ottimizzare o incrementare il valore delle suddette attività*”⁽¹⁶⁾. Non è tale il mero perseguimento della distribuzione dell’utile.

2. Gli azionisti non hanno un potere di intervento sulla gestione sociale su base giornaliera. [Regolamento Banca d’Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 2 e Sezione 6, paragrafo 12, lettera c); Resoconto della Consultazione]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

ESMA

Potrebbe essere riqualficata come un OICR quella società i cui “*azionisti [...] – in qualità di gruppo collettivo – non hanno discrezionalità o un controllo su base giornaliera*”⁽¹⁷⁾ rispetto all’attività sociale e, segnatamente, alle scelte manageriali deliberate e/o eseguite.

La discrezionalità o il controllo su base giornaliera sono definiti come: “*una forma di potere decisionale diretto e continuo – a prescindere che venga esercitato oppure meno – su questioni operative attinenti alla gestione quotidiana delle attività degli organismi e che trascende in modo significativo l’esercizio ordinario del potere decisionale o di controllo tramite la votazione in seno alle assemblee degli azionisti su questioni come le fusioni o la liquidazione, l’elezione dei rappresentanti degli azionisti, la nomina di amministratori o revisori dei conti e l’approvazione dei conti annuali*”⁽¹⁸⁾.

“*Il fatto che a uno o più, ma non a tutti, [...] gli azionisti [...] vengano concessi una discrezionalità o un controllo su base giornaliera non dovrebbe essere considerato come dimostrazione che l’organismo non è un organismo di investimento collettivo*”⁽¹⁹⁾.

Banca d'Italia

In particolare, “*l’attività di gestione collettiva è svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti agli OICR*”⁽²⁰⁾; *i partecipanti, pertanto, non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell’OICR e delle*

⁽¹⁵⁾ Ai fini della riserva di attività, non assume rilievo l’eventuale differenziazione dei rendimenti tra investitori, derivante, ad es., dall’emissione di diverse categorie di quote o azioni da parte della società.

⁽¹⁶⁾ Cfr. Regolamento Banca d’Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

⁽¹⁷⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 6, paragrafo 12, lettera c).

⁽¹⁸⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 2.

⁽¹⁹⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 6, paragrafo 12, lettera c).

⁽²⁰⁾ “[...]. Di contro, costituiscono indici della sussistenza di un controllo da parte dei partecipanti sulla gestione degli OICR: i) la possibilità di esercitare un’influenza dominante sulle decisioni. Tale circostanza ricorre ad esempio ove i partecipanti abbiano il potere di impedire l’adozione di decisioni attraverso l’esercizio di un diritto di veto o per effetto dell’ammontare dei quorum stabiliti per l’assunzione delle decisioni degli organi societari; ii) la possibilità di condizionare la gestione in base alle partecipazioni detenute, a patti in qualsiasi forma stipulati, a clausole statutarie. Vengono in considerazione, ad esempio, i patti parasociali che riservano ai soci il diritto di indirizzare le scelte di investimento con meccanismi di sostituzione degli amministratori che non si conformano alle indicazioni ricevute”.

attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento, fermo restando l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societaria" ⁽²¹⁾.

3. Esiste una gestione in monte nell'interesse degli investitori.

[Testo Unico della Finanza, art. 1, lett. k); Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 2]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Commento

La gestione in monte può essere definita come quella forma di gestione nell'ambito della quale non è riconosciuto agli investitori il diritto di impartire istruzioni vincolanti al gestore.

Sotto tale profilo la gestione in monte costituisce una forma di gestione condotta in autonomia dai singoli investitori e nell'interesse della collettività degli investitori stessi.

4. L'attività gestoria è svolta con carattere di professionalità.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Banca d'Italia

"Il servizio di gestione collettiva del risparmio è svolto con carattere di professionalità" se è "organizzato per essere esercitato nei confronti di una platea indeterminata di soggetti in modo sistematico e non meramente occasionale" ⁽²²⁾.

5. L'attività dell'emittente comprende la "raccolta del capitale" intesa come attività commerciale consistente nel compimento di azioni dirette o indirette al fine di assicurare il trasferimento di capitale da parte di uno o più investitori verso l'emittente allo scopo di investirlo nel rispetto di una politica d'investimento predeterminata.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 7, paragrafo 13]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

ESMA e Banca d'Italia

⁽²¹⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

⁽²²⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

Si segnala che “è irrilevante se: (a) l'attività [ndr. di raccolta del capitale] abbia luogo solo una volta, in diverse occasioni oppure su base regolare; (b) il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale assuma la forma di sottoscrizioni in contanti o in natura” ⁽²³⁾ ⁽²⁴⁾.

6. La società è partecipata da una pluralità di investitori.

[Testo Unico della Finanza, art. 1, lett. k); Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 8]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

ESMA

Una società, “cui il diritto nazionale, le norme o i documenti costitutivi oppure qualsiasi altra disposizione o altro accordo dal carattere giuridicamente vincolante, non vietino la raccolta ⁽²⁵⁾ di capitale da uno o più investitori, dovrebbe essere considerata come un organismo che raccoglie capitale da una pluralità di investitori [...] anche nel caso in cui esso abbia di fatto solo un investitore” ⁽²⁶⁾.

Inoltre, una società “cui il diritto nazionale, le norme o i documenti costitutivi oppure qualsiasi altra disposizione o altro accordo dal carattere giuridicamente vincolante, vietino la raccolta di capitale da uno o più investitori, dovrebbe essere considerata come un organismo che raccoglie capitale da una pluralità di investitori [...] se l'unico investitore:

- a) investe capitale che è stato raccolto da una o più persone giuridiche o fisiche con lo scopo di investirlo a beneficio di dette persone; e
- b) rappresenta un accordo o una struttura che in totale abbia più di un investitore ai sensi della direttiva GEFIA” ⁽²⁷⁾.

Banca d'Italia

Il requisito della pluralità di investitori è soddisfatto, a titolo esemplificativo, in caso di “strutture master-feeder, fondi di fondi, possibilità di partecipare ad un OICR mediante un intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento ex art. 21, comma 2, TUF” ⁽²⁸⁾.

⁽²³⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 7, paragrafo 13.

⁽²⁴⁾ Il Resoconto della Consultazione chiarisce che la locuzione “platea indeterminata di soggetti” implica che “l'attività debba essere svolta nei confronti di soggetti “terzi” rispetto al gestore; tale terzietà dei destinatari assume rilievo anche con riferimento ai soggetti legati al prestatore del servizio di gestione collettiva da rapporti di controllo/collegamento. [...] Il carattere di indeterminatezza della platea impone che i destinatari del servizio non siano, in generale, preventivamente individuati o identificati. Il requisito della destinazione a una platea indeterminata di soggetti” fa “riferimento alla necessità che la prestazione del servizio non limiti espressamente la partecipazione a un solo investitore”.

⁽²⁵⁾ Il Resoconto della Consultazione chiarisce che “[...] Ai fini della sussistenza dell'attività di raccolta del patrimonio, non assume rilievo il carattere standardizzato o meno dell'offerta [...]”.

⁽²⁶⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 8.

⁽²⁷⁾ Cfr. Orientamenti ESMA, Sezione 8.

⁽²⁸⁾ Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

“Il requisito della pluralità di investitori è soddisfatto anche in caso di sottoscrizione da parte di un singolo investitore – anche non portatore di una pluralità di interessi – purché l’offerta sia stata indirizzata nei confronti di una potenziale pluralità di investitori” ⁽²⁹⁾.

7. Esiste un documento aziendale che possa essere qualificato come “politica di investimento”.

[Testo Unico della Finanza, art. 1, lett. k); Regolamento Banca d’Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 9]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Banca d’Italia

La politica di investimento è un documento contenente gli indirizzi e i limiti seguiti dagli amministratori e/o da soggetti delegati nella scelta delle attività oggetto di investimento. “Si è in presenza di una politica di investimento rilevante ai fini della riserva di attività in caso di linee guida di investimento fornite dagli investitori per la gestione di un’impresa, diverse rispetto alla generica business strategy prevista nello statuto dell’impresa stessa” ⁽³⁰⁾. Le modalità attraverso cui gli amministratori operano pertanto si conformano a specifiche linee guida.

Tali linee guida possono essere contenute in previsioni statutarie, in contratti stipulati dalla società o da amministratori o soci fondatori, in procedure interne, in accordi con singoli investitori.

Anche laddove non sia formalizzata espressamente una politica di investimento, questo non può essere considerato un elemento dirimente per escluderne la sussistenza. Il riconoscimento della piena discrezionalità al gestore di un organismo non può essere utilizzato per aggirare le disposizioni in materia dei gestione collettiva del risparmio.

“L’esistenza di una politica di investimento si può desumere in presenza di una o più delle seguenti condizioni:

- la politica di investimento è definita prima che diventi vincolante l’impegno degli investitori a conferire il capitale nell’OICR;
- la politica di investimento è contenuta in documenti o accordi vincolanti tra tutti i partecipanti che formano parte integrante, anche per rinvio, del regolamento o dello statuto dell’OICR;
- la politica di investimento è vincolante per il gestore, ivi comprese le eventuali modifiche alla stessa;
- la politica di investimento è articolata in una serie di linee guida di investimento, con riferimento tra l’altro: i) alle strategie di investimento; ii) alle categorie di attività in cui l’OICR investe; iii) ai

⁽²⁹⁾ Cfr. Resoconto della Consultazione.

⁽³⁰⁾ Cfr. Regolamento Banca d’Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

limiti di investimento, inclusi i limiti di leva finanziaria e i criteri di diversificazione dei rischi; iv) alle aree geografiche di investimento; v) a eventuali periodi minimi di detenzione delle attività” (31).

- 8. La politica di investimento è vincolante per gli organi di gestione della società.**
[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 9, paragrafo 20]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Commento

La politica di investimento può essere definita vincolante quando può ritenersi sussistente un obbligo in capo agli organi di gestione della società di seguire una serie di linee guida predefinite e i soci possono far valere tale obbligo ai sensi di legge.

Non configura di per sé una politica di investimento rilevante ai fini della AIFMD:

- la circostanza che i “programmi futuri e strategie” dell'emittente siano illustrati nel piano industriale richiesto ai soli fini dell'istruttoria per l'ammissione alla negoziazione in Borsa degli strumenti finanziari della società;
- la circostanze che nel prospetto predisposto ai fini della quotazione siano dettagliati i “Programmi futuri e strategie” dell'emittente.

- 9. La politica di investimento non può essere modificata senza il coinvolgimento degli azionisti.**
[Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II; Orientamenti ESMA, Sezione 9, paragrafo 20]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Commento

La vincolatività della politica di investimento comporta che ogni sua modifica necessita dell'approvazione dei soci. Senza una preventiva approvazione da parte degli azionisti, l'organo amministrativo non può derogare alla politica di investimento predefinita modificando la propria strategia imprenditoriale, di volta in volta, ad esempio sulla base delle contingenze di mercato.

- 10. La società ha una attività riconducibile a quella di veicolo di *private equity* [AIFMD, considerando 8] o di *venture capital* [Regolamento UE n. 345/2013].**

(31) Cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo I, Capitolo II, Sezione II.

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Direttiva AIFMD

Il considerando (8) della Direttiva precisa che i gestori di fondi di investimento in capitali privati (*private equity funds*) non dovrebbero essere esclusi dal suo ambito di applicazione.

Regolamento n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il venture capital

Il considerando (1) del Regolamento chiarisce che il venture capital finanzia imprese che sono generalmente molto piccole, nelle fasi iniziali della propria esistenza societaria e che mostrano forti potenzialità di crescita ed espansione. Inoltre, i fondi per il venture capital forniscono alle imprese competenze e conoscenze preziose, contatti d'affari e consulenza strategica e sul valore del marchio. Il Regolamento si applica ai gestori di investimento collettivo del risparmio che intendono utilizzare la denominazione “EuVECA”.

Commento

Anche in linea con le indicazioni delle relative Associazioni di categoria e in coerenza con gli standard internazionali EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association), l'attività di private equity può essere definita come un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine.

Il venture capital viene definito come una componente del private equity volta al finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo (normale) di vita. L'attività di *venture capital* si concentra, quindi, in investimenti nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale particolarmente delicate e avventurose (da qui la definizione, appunto, di “*capitale di ventura*”). Ricorrono, al riguardo, le espressioni di *seed capital* e *start up capital*.

⁽³²⁾.

11. La società era iscritta negli elenchi ex artt. 106 e 107 del D.Lgs. 385/1993 (il “TUB”) – in quanto svolgeva attività di assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico.

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Commento

⁽³²⁾ Cfr. delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

L'attività di "assunzione di partecipazioni" svolta dalle società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106 e 107 del TUB antecedentemente alla riforma del Titolo V del TUB stesso, presenta profili sostanzialmente analoghi a quelli derivanti dalla AIFMD, tra i quali a titolo esemplificativo (i) attività di gestione esercitata nei confronti di terzi con professionalità; (ii) investimento finalizzato alla alienazione della partecipazione e non alla sua valorizzazione nel lungo periodo ⁽³³⁾.

Si ricorda in proposito che l'articolo 6, comma 3, del D.M. 6 luglio 1994, nello specificare a quali condizioni l'attività di assunzione di partecipazioni fosse da considerare come "rivolta nei confronti del pubblico", precisava ulteriormente che "per il periodo di detenzione" le partecipazioni dovessero essere "caratterizzate da interventi volti alla riorganizzazione aziendale o allo sviluppo produttivo o al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle aziende partecipate anche tramite il reperimento di capitale di rischio e di credito". Analogamente, il successivo D.M. 17 febbraio 2009, n. 29 (sostitutivo del citato D.M. 6 luglio 1994) prevede *inter alia* che "L'attività di assunzione di partecipazioni è esercitata nei confronti del pubblico qualora [...] le assunzioni di partecipazioni avvengano nell'ambito di un progetto che conduca alla alienazione delle partecipazioni dopo interventi volti alla riorganizzazione aziendale, allo sviluppo produttivo o al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese partecipate anche tramite il reperimento del capitale di rischio" (articolo 9, comma 6).

Dunque, l'assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico era riferibile "all'attività di merchant banking, o comunque a quel tipo di investimento non volto all'immobilizzazione della partecipazione, bensì alla sua gestione nel breve-medio, in vista di un suo successivo smobilizzo" e si distingueva dalle attività riservate ad altri intermediari (in particolare, la negoziazione per conto proprio) per il "ruolo 'attivo' svolto [...] nelle società partecipate (riorganizzazione aziendale, reperimento di capitali, etc.)" ⁽³⁴⁾.

12. La società, nel redigere le proprie relazioni finanziarie periodiche, non consolida le società da essa partecipate in quanto applica la "investment entities consolidation exemption" del principio contabile IFRS 10.

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

⁽³³⁾ Cfr. PAOLO CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Rivista delle Società*, fasc. 02-03, 2014, pag. 449 ss. e Luca Zucchelli, *la Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi ed il suo recepimento - 2011/61/EU*, convegno LUISS, 5 dicembre 2013.

L'art. 6, comma 1, del D.M. 6 luglio 1994 (decreto volto a determinare il contenuto delle attività indicate nel previgente art. 106, comma 1, del TUB, nonché in quali circostanze ricorrevva l'esercizio delle stesse nei confronti del pubblico) definiva l'attività di assunzione di partecipazioni come "l'attività di acquisizione, detenzione e gestione dei diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre imprese"; il comma 2 della medesima disposizione precisava inoltre che "L'assunzione di partecipazioni realizza una situazione di legame con le imprese partecipate per lo sviluppo dell'attività del partecipante; in tale attività è da ricomprendersi altresì l'impiego in partecipazioni a titolo di investimento di portafoglio. Si ha in ogni caso partecipazione quando il partecipante sia titolare di almeno un decimo dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria".

Il D.M. 6 luglio 1994 è stato poi abrogato dal D.M. 17 febbraio 2009, n. 29, contenente una definizione di attività di assunzione di partecipazioni del tutto analoga alla precedente (cfr. l'articolo 6).

⁽³⁴⁾ Studio n. 353/2002 del Consiglio Nazionale del Notariato intitolato "Oggetto sociale e attività finanziaria", p. 7-8.

13. La società intende effettuare ulteriori investimenti e non considera esaurita la propria attività di investimento.

[Regolamento Banca d'Italia, Titolo X, Capitolo II]

<input type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	<input type="checkbox"/> DUBBIO
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------------

Non è necessaria l'autorizzazione laddove prima del 22 luglio 2013 la società svolgesse un'attività di investimento rilevante ai fini della AIFMD e non abbia effettuato / effettui ulteriori investimenti successivamente a tale data.

È previsto inoltre un regime semplificato laddove il periodo di sottoscrizione (delle azioni della società) sia stato chiuso prima del 22 luglio 2013 e la durata della società sia inferiore al 22 luglio 2016.