# Liuc Papers

*Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC*

**Numero 269, dicembre 2013**

Serie

**Impresa e mercati finanziari 9**



**Alessandra Bechi, Ilaria Peci**


*Private equity: il quadro regolamentare italiano e le prospettive di armonizzazione alla luce della direttiva AIFM*

Serie: Impresa e mercati finanziari

**Liuc Papers**

**ISSN**:1722-4667

**Direttore Responsabile**: Piero Cavaleri
**Direzione, redazione, amministrazione**: Università Carlo Cattaneo - LIUC
C.so Matteotti, 22 - 21053 Castellanza (Va) - Italia
tel. 0331-5721 - fax. 0331-572320

Registro stampa Tribunale di Busto Arsizio n. 11/93 del 11.06.93

Comunicazioni di carattere organizzativo vanno indirizzate a:
Piero Cavaleri, *LIUC Papers*, Università Carlo Cattaneo, Biblioteca «Mario Rostoni»
Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza (VA), Tel. 0331-572.267 # E-mail pcavaler@liuc.it

# PRIVATE EQUITY: IL QUADRO REGOLAMENTARE ITALIANO E LE PROSPETTIVE DI ARMONIZZAZIONE ALLA LUCE DELLA DIRETTIVA AIFM

*di Alessandra Bechi, Ilaria Peci*

## Introduzione

A seguito della crisi economico-finanziaria verificatasi a partire dal 2008 l'Unione Europea ha provveduto ad una riorganizzazione delle autorità di vigilanza mediante l'istituzione di tre organi indipendenti, basati sul principio di ripartizione delle competenze. Essi sono rappresentati dalla European Banking Authority (EBA), la European Securities and Market Authority (ESMA) e la European Insurance and Occupational Authority (EIOPA).

Sono stati portati avanti, nel contempo, alcuni interventi normativi di armonizzazione, tra i quali l'introduzione della Direttiva Alternative Investment Fund Managers (AIFM), che ha avuto come obiettivo la creazione di un mercato unico per la commercializzazione e la gestione di fondi alternativi. Sono seguiti altri provvedimenti sul mercato del risparmio gestito, tuttora oggetto di confronto, come la proposta di disciplina relativa ai gestori di investimenti di lungo periodo e quella per i nuovi gestori del mercato monetario.

Il paper si focalizza sulla Direttiva AIFM e intende evidenziare le semplificazioni che potrebbero essere adottate nel nostro Paese, nel corso del processo di recepimento[1], riguardanti, in particolare, l'inquadramento normativo per il settore del private equity. Tale processo che, da una parte, potrebbe colmare lo svantaggio competitivo che attualmente penalizza i nostri operatori a confronto con quelli di altri Paesi europei, vedrà anche, d'altra parte, l'apertura del mercato all'ingresso di nuovi soggetti.

Verranno, in questa sede, individuate, innanzitutto, le strutture giuridiche più diffuse nel comparto oggetto di indagine; si procederà, quindi, ad analizzare alcune caratteristiche della Direttiva AIFM, limitandosi alle disposizioni di primo livello, descrivendone i presupposti e concentrandosi, in particolar modo, sul processo di autorizzazione, sulle politiche di

remunerazione e sugli obblighi informativi a carico delle società di gestione nei confronti delle autorità di vigilanza.

Si presenteranno, successivamente, spunti della normativa attualmente in vigore in Italia, descrivendo, in breve, non solo le disposizioni di adeguatezza patrimoniale ed il sistema dei controlli interni nelle SGR, ma anche gli obblighi di segnalazione e comunicazione a carico degli intermediari. Da ciò si proverà a trarre alcune considerazioni sull'impatto degli oneri regolamentari sui costi di gestione.

Di seguito si porrà l'attenzione sul caso francese, con alcuni cenni alla normativa alla quale sono soggette le società di gestione transalpine (SGP), riportando sinteticamente gli approcci legislativi emersi in vista del recepimento del testo comunitario.

Nei paragrafi conclusivi si farà riferimento alle indicazioni proposte dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), per semplificare, da un lato, gli obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza, e, dall'altro lato, il sistema dei controlli a cui sono sottoposte le SGR di minori dimensioni, così da applicare concretamente il principio di proporzionalità, enunciato non solo nella normativa nazionale ma anche nella stessa Direttiva.

## Delimitazione del campo di indagine e tipologia di intermediari analizzati

Il private equity rappresenta l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, finalizzata alla crescita di valore delle aziende e alla realizzazione di una plusvalenza in sede di dismissione della partecipazione.

I fondi di private equity hanno una durata, in genere, decennale. Gli investimenti solitamente si concentrano nel primo quinquennio, mentre negli anni successivi il gestore si occupa del monitoraggio dell'andamento delle partecipazioni e del successivo disinvestimento, perseguendo la finalità di ottimizzare il rendimento per i propri investitori.

Si individuano due strutture giuridiche tipicamente adottate dai gestori di private equity, guardando, in particolare, alla realtà del mercato italiano: la società di gestione di fondi chiusi e il veicolo societario di investimento (limited partnership o investment company).

Nel nostro Paese i due modelli stanno divenendo egualmente diffusi. Dopo una fase di sviluppo iniziale del settore, caratterizzato dalla sola presenza delle società finanziarie di partecipazione, si è passati, negli anni duemila, soprattutto a seguito dell'introduzione di una normativa specifica, alla prevalenza numerica delle società di gestione del risparmio (SGR) create per costituire e gestire fondi mobiliari chiusi, nella quasi totalità dei casi riservati ad investitori istituzionali; si è giunti poi, più di recente, ad un contesto in cui il modello societario costituisce una valida e dinamica struttura operativa alternativa, soprattutto per fasce di raccolta

di capitali basse e medio-basse e obiettivi di business connessi all'investimento in piccole e medie imprese nelle fasi iniziali della loro vita.

Il diffondersi degli schemi societari in anni recenti è legato soprattutto alla necessità di ricorrere a strutture più flessibili, in termini di procedure e costi di gestione, rispetto alle SGR, caratterizzate da una regolamentazione sempre più stringente.

Il modello delle SGR è, infatti, disciplinato nel dettaglio in Italia: gli operatori, per svolgere la loro attività, devono ottenere l'autorizzazione ad operare dalle autorità di vigilanza, e, successivamente, devono rispettare adempimenti e requisiti organizzativi che possono incidere notevolmente sui costi di gestione.

Il modello organizzativo e il rapporto con i sottoscrittori presentano alcune caratteristiche tipiche.

Il versamento delle quote sottoscritte dagli investitori avviene in più soluzioni, su richiesta dello stesso intermediario (draw down) nel momento in cui si presentano le opportunità di investimento. Ai partecipanti al fondo vengono riconosciuti diritti prevalentemente di tipo patrimoniale e di controllo[2] esplicitamente indicati nel regolamento del fondo. I compensi provvigionali per la società di gestione derivano da un processo di negoziazione con gli investitori, volto ad allineare le esigenze del gestore e le richieste dei sottoscrittori delle quote, in un'ottica di efficienza allocativa.

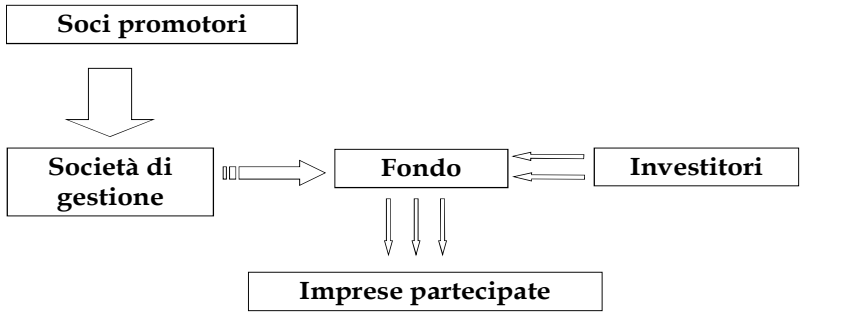


Figura 1 – Schema di un fondo mobiliare chiuso

Nello schema societario frequentemente il veicolo prescelto per l'attività di investimento è una società per azioni che il promotore dell'iniziativa controlla riservandosi azioni con diritti di voto pieno e destinando agli investitori azioni a voto limitato. L'organo amministrativo della

società di investimento è così espressione del promotore e questi, generalmente costituito in forma societaria (advisory company), presta servizi di gestione alla società di investimento in base ad apposito contratto con vincolo di esclusiva.

Di regola, gli impegni finanziari degli investitori sono versati alla società di investimento – in forza di un contratto tra la società e i sottoscrittori che disciplina l'intero schema – sotto forma di apporti patrimoniali (versamenti in conto capitale), che non richiedono l'emissione di nuove azioni. Ciò consente di mantenere nel tempo la struttura azionaria e semplifica le formalità di versamento e distribuzione. L'investitore diviene, quindi, socio della società di investimento (Gervasoni, Sattin 2008).

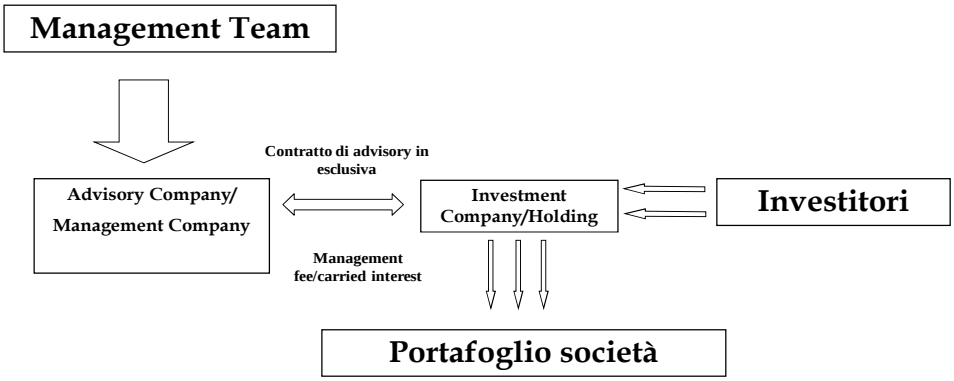


Figura 2 – Schema di una investment company

Lo schema societario è stato regolamentato in Italia fino al 2010. Fino alla revisione del Testo Unico Bancario (TUB, decreto legislativo n. 385/1993)[3], per gli intermediari che svolgevano l'attività di assunzione di partecipazioni era prevista l'iscrizione ad appositi albi (ex artt. 106, 107 e 113 del TUB). A seguito della riforma, gli operatori che svolgono esclusivamente la citata attività non devono più essere autorizzati dall'autorità di vigilanza. Si è in attesa di conoscere l'inquadramento giuridico delle investment companies a seguito del processo di recepimento della AIFMD.

## Le disposizioni introdotte dalla Direttiva AIFM

Come accennato, negli ultimi anni si sta assistendo ad una vera e propria evoluzione nel campo delle normative finanziarie a livello europeo, che ha portato ad una maggiore integrazione internazionale e ad una razionalizzazione del corpus normativo.

Tra questi interventi legislativi rientra la Direttiva n. 2011/61/UE, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 1° luglio 2011; il termine per l'implementazione delle nuove norme da parte degli Stati Membri è stato fissato al 22 luglio 2013. Il processo è attualmente ancora in corso.

Le motivazioni che hanno spinto all'introduzione di una regolamentazione per i fondi non armonizzati risiedono nella volontà di disciplinare il funzionamento dei cosiddetti fondi alternativi, evitando il ripresentarsi dei rischi sistemici generati nel corso della crisi finanziaria da alcuni strumenti oggetto di disciplina. L'obiettivo che viene perseguito è di creare una maggiore stabilità finanziaria, superando la frammentazione normativa esistente, frutto di disposizioni nazionali di diritto finanziario e societario stratificatesi nel tempo.

Dal momento che il comparto viene disciplinato per la prima volta e proprio per il carattere di novità della AIFM, vengono previste nel dettaglio le procedure di autorizzazione, i requisiti operativi e organizzativi, nonché gli obblighi informativi che i gestori che operano sul territorio comunitario devono rispettare.

Merita rilevare che già nel 2005 la Commissione Europea aveva nominato un gruppo di esperti, con il compito di elaborare proposte per migliorare l'efficienza del mercato europeo dei fondi di investimento, attraverso la rimozione degli ostacoli alla commercializzazione transfrontaliera, focalizzate principalmente sul comparto dei fondi di private equity e degli hedge fund[4].

Anche a seguito di tale riflessione, in anni successivi il legislatore ha avviato il processo di creazione di un mercato interno comune e armonizzato per le categorie di fondi in questione.

Entrando nel dettaglio di quanto previsto dalla Direttiva, con particolare riferimento alle disposizioni che potrebbero avere il maggiore impatto sul mercato italiano, è stata, prima di tutto, individuata una soglia di "esenzione" per i gestori di fondi il cui ammontare gestito sia inferiore a 100 milioni di Euro o a 500 milioni di Euro, qualora non facciano ricorso alla leva finanziaria e non prevedano diritti di riscatto, da parte degli investitori, per un periodo minimo di cinque anni (lock-in)[5].

Rimangono in ogni caso validi, anche per questi gestori, i doveri informativi nei confronti degli investitori e delle autorità di supervisione del proprio Stato di origine, in quanto è previsto

un obbligo di registrazione. In particolare, dovranno essere resi noti gli *asset* in gestione, la strategia di investimento e le eventuali esposizioni a livello di fondo.

Nel caso in cui vogliano beneficiare delle opportunità previste dalla Direttiva, e, in particolare, del regime del passaporto europeo, i gestori dei fondi esentati possono decidere di optare per l'adesione ai principi contenuti nella Direttiva. In questo caso, dovranno rispettare tutte le disposizioni previste dal provvedimento (opzione di opt-in).

I gestori sotto-soglia non interessati ad aderire ai vantaggi della Direttiva potranno commercializzare i fondi esclusivamente nel territorio del proprio Stato Membro.

Viene delineato il concetto di fondo, definito come qualsiasi organismo di investimento collettivo che raccolga capitali da una pluralità di investitori al fine di impiegarli in conformità ad una politica di investimento predefinita e che non sia già autorizzato ai sensi della Direttiva Ucits. Non si considerano fondi, a titolo di esempio, i veicoli di gestione di patrimoni familiari o di patrimoni privati che non raccolgano capitali sul mercato, i contratti assicurativi e le joint venture.

Viene individuata la figura del gestore, la cui attività (intesa come funzioni minime) comprende la funzione di gestione del portafoglio e la gestione del rischio.

Il gestore può essere "esterno", come nel caso della SGR italiana, quando il fondo viene gestito da un'entità giuridica separata, oppure può essere "interno", quando il veicolo stesso è considerato come soggetto gestore ai sensi della Direttiva.

Per ottenere il passaporto l'intermediario deve essere, innanzitutto, autorizzato dalle autorità competenti dello Stato in cui intende operare e deve continuare a mantenere i requisiti richiesti, nel periodo di svolgimento delle sue attività.

Sotto questo punto di vista, la Direttiva non presenta una novità di approccio per il mercato italiano dove i gestori di private equity sono già soggetti ad un obbligo autorizzativo.

Anche la documentazione da predisporre per il rilascio dell'autorizzazione richiama le caratteristiche del filing attualmente richiesto dall'autorità di vigilanza italiana: dovranno, infatti, essere fornite, tra le altre: le informazioni sull'identità degli azionisti e dei soci del gestore, indicando anche il valore delle partecipazioni; sull'identità e i requisiti di professionalità dei manager; sulle attività delegate e sub delegate a terzi, facendo riferimento anche alla modalità; sulle strategie di investimento che si intendono perseguire e sul ricorso alla leva finanziaria e ai profili di rischio, nonché sulle politiche in materia di retribuzione. Dovranno anche essere prodotti i regolamenti o i documenti costitutivi di ogni fondo che si intende gestire.

Le autorità potranno rilasciare l'autorizzazione dopo aver verificato la presenza dei requisiti richiesti, tra cui il fatto che il gestore disponga di capitali iniziali e fondi propri adeguati; siano

accertati i requisiti di onorabilità ed esperienza necessari per poter svolgere le attività di gestione e perseguire le strategie delineate dal fondo; sia appurata l'idoneità degli azionisti e dei soci al raggiungimento dell'obiettivo di assicurare la sana e prudente gestione.

Passando ai requisiti specifici, la normativa AIFM, per quanto concerne il capitale iniziale dei gestori, stabilisce che debba essere pari ad almeno 125.000 Euro, precisando, inoltre, che, nel caso in cui il gestore superi la soglia dei 250 milioni di Euro di attività gestite, l'intermediario dovrà detenere un ulteriore 0,02% dell'eccedenza come capitale aggiuntivo fino ad un massimo di 10 milioni di Euro. Per il fondo a gestione "interna" si richiede un capitale pari, almeno, a 300.000 Euro.

Inoltre, le società di gestione dovranno disporre di fondi propri aggiuntivi e di una copertura assicurativa per la responsabilità civile e professionale, con l'intento di coprire le perdite realizzate a causa di negligenza professionale. Quest'ultimo profilo potrebbe rappresentare una novità anche per il mercato italiano.

Altra novità riguarda le regole in materia di politiche di remunerazione del gestore.

La normativa AIFM prevede che almeno il 50% del compenso variabile debba essere corrisposto sotto forma di quote di partecipazione al fondo e che almeno il 40% dello stesso venga differito su un periodo appropriato, in considerazione del ciclo di vita e della politica di rimborso del fondo e sia correttamente allineato al tipo di rischio del fondo. Detto periodo è di almeno tre-cinque anni; il pagamento della componente variabile deve avvenire se risulta sostenibile sulla base della situazione finanziaria complessiva del gestore e deve essere legittimato dalla realizzazione di performance positive; in caso contrario, l'ammontare della remunerazione variabile deve essere diminuito proporzionalmente; infine, si prevede che l'elemento fisso e quello variabile del compenso debbano essere adeguatamente strutturati e equilibrati[6].

In alcuni casi si richiede la costituzione di un Comitato per le remunerazioni ma è concessa comunque la possibilità di applicare il principio di proporzionalità.

La Direttiva impone quindi di applicare politiche che siano coerenti con la solida ed efficace gestione e che consentano di ridurre i rischi legati al fondo da amministrare.

Le politiche di remunerazione devono essere definite dal Consiglio di Amministrazione e sottoposte a verifica e revisione almeno annuale. Nella relazione annuale che il gestore è tenuto a redigere dovranno essere specificati gli importi retributivi totali previsti per l'esercizio (distinti in remunerazione fissa e variabile) con indicazione del numero dei beneficiari e del carried interest pagato per ogni fondo.

Sempre sul fronte dei requisiti di trasparenza, la normativa AIFM specifica anche le informazioni che il gestore deve presentare successivamente alla fase autorizzativa alle autorità

di vigilanza e agli investitori. In generale, sotto questo punto di vista, non sembra ci siano adempimenti più stringenti rispetto a quanto attualmente è richiesto ai gestori nazionali.

L'intermediario deve provvedere, per ogni fondo gestito o commercializzato all'interno dell'Unione, alla redazione di una relazione annuale, da pubblicarsi entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, che deve essere inoltrata, su richiesta, agli investitori e deve essere messa a disposizione delle autorità di vigilanza competenti. Tale documento dovrà essere redatto nel rispetto dei principi contabili dello Stato di appartenenza e delle regole definite nel documento costitutivo del fondo. Inoltre, la Direttiva dedica una sezione anche alle comunicazioni rivolte alle autorità di vigilanza dello Stato di origine del fondo. In particolare, devono essere trasmesse regolarmente alle autorità, tra le altre informazioni, la percentuale di assets, che, data la loro illiquidità, sono sottoposti a politiche particolari; la tipologia di strumenti in cui il fondo ha investito; il profilo di rischio del fondo, nonché i sistemi di gestione del rischio applicati.

Riguardo ai requisiti organizzativi, si prevede che il gestore istituisca una funzione di risk management che presenti una separazione funzionale e gerarchica rispetto ai ruoli operativi. Sono specificati anche alcuni requisiti volti ad attestare che tale separazione sia effettiva:

- il personale coinvolto nello svolgimento delle funzioni di gestione del rischio non è gerarchicamente sottoposto al personale responsabile delle funzioni operative, inclusa la funzione di gestione del portafoglio;
- il personale coinvolto nello svolgimento della funzione di gestione del rischio non svolge funzioni c.d. operative, inclusa la gestione del portafoglio;
- la retribuzione del personale impegnato nella funzione di gestione del rischio viene corrisposta sulla base delle performance di tale funzione e in modo indipendente da quelle delle funzioni operative (Luciano 2011).

Resta da vedere come tali previsioni si concilieranno, in fase di recepimento, con il principio di proporzionalità, che pure è richiamato dalla normativa.

Anche riguardo alla funzione di valutazione delle attività del fondo, la AIFMD ammette che si possa procedere direttamente con una valutazione interna oppure con l'assegnazione dell'incarico ad un esaminatore esterno. Nel primo caso sarà però necessario che la funzione di valutazione sia indipendente da quella di gestione del portafoglio e che si evitino i conflitti di interesse.

Tra gli obblighi contenuti nella Direttiva, che riguardano specificamente i gestori di fondi di private equity e che rappresentano delle novità rispetto agli adempimenti previsti attualmente per i gestori nazionali, merita menzionare le previsioni in caso di acquisizione di società non quotate.

Il gestore dovrà informare le autorità di supervisione finanziaria del proprio Stato Membro ogniqualvolta superi, raggiunga o scenda al di sotto di determinate soglie di "controllo" (10%, 20%, 30%, 50% e 75%) dei diritti di voto di una società non quotata. Al gestore è richiesto di comunicare l'acquisizione del controllo da parte del fondo: a) alla società non quotata; b) agli azionisti le cui identità e i cui indirizzi siano a disposizione del gestore o possano essere messi a disposizione mediante la società non quotata o tramite un registro a cui il gestore ha o può avere accesso; e c) alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del gestore. Tra le informazioni, il gestore dovrà fornire la situazione risultante in termini di diritti di voto e la data in cui è stato acquisito il controllo.

Nel caso in cui il gestore acquisisca il possesso, diretto o indiretto, di più del 50% dei diritti di voto di una società non quotata, questo sarà tenuto ad adempiere ad una serie di obblighi informativi aggiuntivi, quali quelli relativi alla politica di prevenzione e gestione dei conflitti d'interesse, alla politica in materia di comunicazione esterna e interna relativa alla società, in particolare per quanto riguarda i lavoratori.

Inoltre, il gestore si deve adoperare perché il consiglio di amministrazione della società comunichi le informazioni ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi.

Il gestore dovrà poi informare gli investitori con cadenza annuale in merito ad eventuali eventi significativi avvenuti nel corso dell'anno finanziario, includendo una previsione sul probabile andamento futuro della società. Si adopera affinché, anche su questo, il consiglio di amministrazione della società comunichi le informazioni ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi.

La Direttiva prevede l'esenzione da tali obblighi nel caso in cui il gestore acquisisca il controllo di una piccola e media impresa, così come definita secondo la disciplina comunitaria.

Si stabilisce, inoltre, che la trasmissione di informazioni e dati sensibili, come quelli contenuti nel *business plan* o relativi all'identità degli investitori, sia protetta e regolata secondo il diritto comunitario vigente. Resta da valutare quanto questa previsione potrà condizionare gli operatori finanziari sul piano della riservatezza dei piani strategici e della tutela delle informazioni sensibili.

La Direttiva prevede anche l'obbligo, per i gestori che abbiano acquisito il controllo di una società non quotata, nei ventiquattro mesi successivi all'acquisizione, di astenersi dall'avviare o dal votare qualsiasi operazione di distribuzione o riduzione di capitale, o riscatto di quote azionarie che abbiano l'effetto di:

- portare il patrimonio della società al di sotto della somma del capitale e delle riserve legali;

- distribuire un ammontare di capitale superiore ai margini societari.

I gestori dovranno, inoltre, agire al fine di impedire le suddette operazioni.

Riguardo alla procedura più strettamente legata alla commercializzazione dei fondi agli investitori professionali, la Direttiva AIFM prevede che, prima di commercializzare i fondi, i gestori siano tenuti all'obbligo di notifica alla autorità competente, trasmettendo, tra gli altri documenti, il regolamento del fondo, l'identificazione del depositario e una lettera con il programma circa le politiche di investimento. Entro venti giorni l'autorità competetene dovrà dare riscontro al gestore.

Da ultimo, per quanto concerne i poteri e le funzioni delle autorità di vigilanza, la Direttiva presuppone che il controllo sui gestori venga svolto dalle autorità nazionali. L'intermediario deve quindi sottostare alla disciplina prevista dallo Stato in cui ha stabilito la sua attività, anche se opera, mediante succursali, in Paesi Terzi; a questi ultimi spetterà di verificare se l'amministratore del fondo presenti le condizioni operative generali indicate dal testo comunitario nonché se vengono violate le norme sui conflitti di interesse.

Gli Stati ospitanti potranno richiedere la comunicazione di informazioni, al fine di svolgere la funzione di controllo che è stata loro attribuita; ma non potranno, tuttavia, imporre requisiti procedurali e/o obblighi informativi più stringenti di quelli normalmente imposti ai gestori stabiliti nel loro Stato.

Qualora queste autorità rinvengano una violazione delle norme su cui hanno la responsabilità di vigilare, dapprima possono intervenire imponendo al gestore di porre fine alla violazione e di informare l'autorità dello Stato di origine, così pure, nel caso in cui il gestore non collabori, devono informare l'autorità dello Stato di origine che prenderà gli opportuni provvedimenti.

Nel caso in cui l'attività dell'operatore metta a rischio gli interessi degli investitori, la stabilità finanziaria o l'integrità del mercato dello Stato ospitante, l'autorità di quest'ultimo può intervenire bloccando la vendita delle quote del fondo.

Sempre in merito all'inquadramento normativo previsto per i fondi di private equity, merita segnalare anche che, a seguito dei suggerimenti avanzati dall'industria europea del settore, l'ESMA ha apportato alcune modifiche alle prime bozze della normativa nelle quali non si riconosceva la specificità di questi veicoli, rispetto, ad esempio, agli hedge funds.

Parallelamente al processo di approvazione della AIFMD, la Commissione Europea ha anche portato avanti, per il comparto dei fondi di venture capital, la proposta di un inquadramento normativo specifico. Per evitare il rischio di penalizzare eccessivamente i fondi di venture capital, che, come evidenziato in diverse sedi[7] dalla stessa Commissione, possono contribuire a rispondere, con i loro investimenti, al fabbisogno di capitale di rischio delle piccole e medie imprese a livello comunitario, è stato approvato il Regolamento del Parlamento Europeo e del

Consiglio per i fondi di venture capital, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Comunità Europea con n. 345/2013.

L'obiettivo principale del provvedimento, che si discosta dalle finalità di controllo e prevenzione dei rischi sistemici, su cui si fonda la Direttiva, è di dare vita ad un mercato unico per i fondi di venture capital, mediante il rilascio di un passaporto europeo fondato su regole assai più semplici rispetto a quelle previste dalla AIFMD. Viene così ammessa la possibilità di commercializzare le quote dei fondi all'interno del territorio comunitario, mediante un'unica autorizzazione, per i fondi registrati come fondi europei di venture capital (cosiddetti EuVECA).

Le norme si rivolgono ai gestori con asset EuVECA in gestione inferiori a 500 milioni di Euro.

La Commissione in tale circostanza, per migliorare l'efficacia dell'armonizzazione, ha preferito adottare la forma tecnica del Regolamento, che, a differenza della Direttiva, non richiede un processo di implementazione negli ordinamenti nazionali, ma diviene direttamente applicabile dal momento della sua entrata in vigore.

## L'attuale disciplina in Italia per i gestori dei fondi di private equity

I fondi comuni mobiliari chiusi sono stati regolamentati per la prima volta con la legge n. 344 del 14 agosto 1993, circa dieci anni dopo l'introduzione dei fondi comuni aperti.

La definizione delle norme relative ai fondi mobiliari chiusi ha richiesto un lungo processo, condizionato dalle difficoltà decisionali del legislatore, ma anche dalla situazione del Paese in cui non vigeva ancora una cultura del capitale di rischio sufficientemente condivisa.

Tale ritardo portò, come conseguenza, anche una scarsa diffusione iniziale dell'utilizzo dello strumento, visto il suo peculiare profilo tecnico, che non veniva correttamente interpretato dalla disciplina introdotta inizialmente.

A titolo di esempio, si cita il fatto che i fondi fossero destinati prevalentemente alla clientela retail; che vi fosse l'obbligo di versare il capitale sottoscritto in un'unica soluzione, che portava i fondi a gestire l'investimento di liquidità corrente a breve termine in attesa di indirizzare i capitali verso l'attività tipica di investimento in aziende non quotate. Inoltre, non era prevista flessibilità nelle politiche di investimento, cosicché non era possibile l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza, non era consentito il ricorso alla leva finanziaria e veniva previsto l'obbligo di quotazione delle quote del fondo. Anche il divieto di distribuzione degli utili conseguiti dal fondo prima dei cinque anni creava ulteriore rigidità (Gervasoni, Bechi 2007).

Il Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n. 58/1998) e i relativi decreti attuativi introdussero modifiche alla normativa che consentirono un miglioramento dei profili operativi, una maggiore flessibilità nell'attività di investimento, l'opportunità di raccogliere il capitale sottoscritto non più in un'unica soluzione, ma in tranche (draw down) ed eliminarono l'obbligo di quotazione per il fondo.

Una maggiore competitività di tali strumenti finanziari è stata resa possibile anche grazie al miglioramento della struttura organizzativa della società di gestione, che ha acquisito maggiore flessibilità, mediante le opportunità legate all'esternalizzazione e alla possibilità di delegare alcune funzioni operative specifiche, così da consentire una maggiore efficienza e diversificazione dei prodotti (Carretta, Schwizer, Stefanelli 2003).

Ciò ha portato ad una progressiva diffusione di questa tipologia di fondi nel panorama più ampio del risparmio gestito.

## Le disposizioni di adeguatezza patrimoniale e il sistema dei controlli interni nelle Società di Gestione del Risparmio

Attualmente la disciplina in ambito di adeguatezza patrimoniale stabilisce che l'ammontare minimo del capitale sottoscritto e interamente versato della SGR debba essere pari a un milione di Euro; il patrimonio di vigilanza deve essere proporzionato alla tipologia di prodotti e ai volumi gestiti. L'entità di capitale richiesta è, dunque, considerevole per una SGR specializzata esclusivamente in fondi di private equity, se comparata all'esperienza di altri Paesi europei, come, ad esempio, la Francia, e a quanto previsto dalla Direttiva AIFM.

È vero anche che il nostro ordinamento considera la possibilità di istituire una società di gestione del risparmio con capitale iniziale ridotto, che viene concessa esclusivamente nell'ambito di iniziative di venture capital. In tal caso l'intermediario deve:

- svolgere esclusivamente l'attività di promozione e/o gestione di fondi chiusi;
- essere partecipato, per la maggioranza assoluta, da università, centri di ricerca con personalità giuridica autonoma, enti pubblici territoriali, fondazioni universitarie e bancarie, consorzi universitari partecipati da università e Camere di Commercio;
- gestire fondi il cui patrimonio iniziale non sia superiore a 25 milioni di Euro.

Tuttavia, questa alternativa si è dimostrata scarsamente seguita nella pratica. Tra le problematiche evidenziate rientra la richiesta di maggioranza pubblica del capitale della SGR, che ha ostacolato la gestione privatistica dell'iniziativa, e la difficoltà a sostenere, con le sole commissioni attive parametrate ad un ridotto capitale in gestione, i costi fissi dell'operatore, soprattutto in fase di avvio. In altre parole, ai requisiti ridotti in termini di capitale non ha corrisposto una reale proporzionalità negli adempimenti previsti a carico dell'intermediario.

In merito al sistema dei controlli, il Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007 ha stabilito la centralità della funzione di compliance (o di controllo di conformità).

È stato precisato, inoltre, il principio di separatezza delle singole funzioni di controllo, derogabile unicamente per le funzioni di conformità alle norme e di gestione del rischio, che, nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere cumulate (Atrigna et al. 2008).

La funzione di internal audit (o di revisione interna) è caratterizzata da una certa autonomia gerarchica nella struttura organizzativa. Ad essa spettano tutti i poteri di controllo sulle mansioni svolte dalle unità operative e si occupa, tra gli altri profili, del rispetto delle regole prudenziali, della tenuta della contabilità, dello scambio informativo non solo all'interno della SGR ma anche tra quest'ultima ed altri soggetti ed, infine, dell'adeguatezza e dell'affidabilità dei sistemi informativi.

L'istituzione di tale funzione, secondo la regolamentazione nazionale, è facoltativa, ma il ricorso alla possibilità di non istituirla si è rivelato, nella prassi, poco seguito, stante la necessità di assicurare comunque l'efficacia e l'efficienza di tali controlli; inoltre, a differenza delle funzioni di compliance e risk management, quella di internal audit, qualora istituita, deve essere mantenuta separata dalle altre, vista la sua specificità.

L'attuale quadro normativo, pur consentendo di adottare modelli organizzativi differenti, può determinare alcune incertezze in merito alle concrete forme di implementazione del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob; vi è, di conseguenza, il rischio che, in mancanza di un'interpretazione univoca delle disposizioni, le società adottino modelli organizzativi non totalmente compatibili con esse.

Una delle difficoltà riscontrate nell'articolazione del sistema dei controlli riguarda la problematicità, per i gestori di dimensione ridotta, di identificare i confini tra i ruoli delle funzioni di compliance e di internal audit e di evitare quindi la duplicazione delle attività svolte (come emerge dalle relazioni elaborate periodicamente dalle stesse funzioni). Solo in parte i dubbi sono stati chiariti dall'autorità di vigilanza con una Comunicazione specifica[8].

Resta da vedere come sarà declinato, nel corso del processo di implementazione, il ruolo della funzione di risk management, che riveste una centralità specifica nell'attività del gestore disciplinato dalla Direttiva AIFM.

## Gli obblighi di segnalazione e comunicazione a carico degli intermediari

Come accennato, i gestori di private equity sono attualmente soggetti ad obblighi di informativa periodica nei confronti delle autorità di vigilanza, principalmente previsti dal

Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012[9] e dalla Delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010.

Tra le problematiche rilevate dagli intermediari, emerse nel corso di un'indagine realizzata attraverso il confronto diretto con gli operatori del settore[10], vi è la duplicazione nell'invio di documentazione a Banca d'Italia e Consob, che riguarda gli stessi documenti con diverse o identiche tempistiche e che può comportare o meno differenti modalità di inoltro.

A titolo di esempio, si ricorda che alcuni documenti vengono trasmessi con contenuto identico alle due autorità separatamente, quali: i) le relazioni, annuali e periodiche, sulle verifiche effettuate dalle funzioni di controllo (compliance, internal audit e risk management), accompagnate dalle osservazioni e dalle determinazioni degli organi aziendali in ordine alle eventuali carenze rilevate; ii) la relazione sulla struttura organizzativa e sull'assetto contabile adottati; iii) i regolamenti, i rendiconti e le relazioni semestrali dei fondi; iv) i bilanci d'esercizio; v) le modifiche statutarie e dei patti parasociali; vi) le modifiche dei regolamenti dei fondi; vii) le variazioni della composizione degli organi sociali; viii) i dati sui reclami ricevuti per iscritto. In quest'ultimo caso vi è un disallineamento delle tempistiche di invio previste dalle autorità.

Inoltre, le SGR utilizzano piattaforme diverse per la trasmissione di dati e documenti alle autorità di vigilanza. Attualmente la teleraccolta viene impiegata per l'invio della documentazione a Consob, mentre sono previsti diversi canali per l'invio a Banca d'Italia (la posta elettronica certificata per alcuni documenti, il sistema Rac Dati per le segnalazioni, il sistema Infostat per le comunicazioni sugli organi sociali). L'utilizzo di sistemi diversi, ognuno dei quali richiede password specifiche per l'accesso, è legato a maggiori tempi di apprendimento e ad una più alta probabilità di commettere errori e imprecisioni.

Vi sono poi alcune segnalazioni, ad evento, le cui definizioni e/o i termini di invio non sono omogenei tra le due autorità: a titolo di esempio, si cita la data di inizio dell'attività di gestione; la segnalazione circa l'approvazione del regolamento di un nuovo fondo e la modifica del regolamento di un fondo già esistente; la comunicazione su variazioni e nomina degli esponenti aziendali.

Anche la periodicità di segnalazione, qualora troppo frequente, sembra di scarso valore informativo aggiuntivo nell'ambito di un comparto di operatori le cui movimentazioni sono ridotte e distribuite nel tempo.

L'eliminazione, intervenuta nel 2012[11], delle semplificazioni previste per i gestori di fondi di private equity riservati ad investitori qualificati negli schemi delle segnalazioni statistiche e di vigilanza richieste da Banca d'Italia, ha portato ad un ulteriore aggravio degli adempimenti, estendendo a questi operatori la richiesta di comunicazione di dati con frequenza trimestrale

relativamente al patrimonio di vigilanza e ai requisiti patrimoniali delle SGR e introducendo obblighi informativi aggiuntivi sull'attività dei fondi e sulla variazione del portafoglio di investimenti.

Occorre anche ricordare che, al di là di quanto prescritto dalla Direttiva, esistono già delle prassi informative a tutela degli interessi degli investitori che sono ampiamente seguite dagli operatori del settore. Una buona attività di comunicazione, unita ad una performance di successo, consente, infatti, al gestore di mantenere la fiducia di gran parte dei sottoscrittori in previsione del lancio di fondi successivi. Ovviamente anche l'attività di comunicazione, che forma sempre più spesso oggetto di richiesta diretta dei sottoscrittori, incide inevitabilmente sui costi di gestione.

I fondi destinati agli investitori istituzionali redigono trimestralmente documenti concernenti le variazioni relative al portafoglio delle partecipazioni, i disinvestimenti con i relativi risultati, nonché i dati aggiuntivi come i bilanci e le sintesi dei piani strategici delle società partecipate. Inoltre, sono previste anche delle relazioni, con cadenza annuale, che evidenziano le politiche di investimento e disinvestimento adottate dal fondo, l'andamento dei cash-flow e i tassi di rendimento, attuali e prospettici.

L'obbligo di comunicare precise informazioni agli investitori ha consentito un aumento della trasparenza nel mercato del private equity e del venture capital, garantendo, di conseguenza, una maggiore affidabilità e credibilità del settore.

## Una stima dell'impatto degli oneri regolamentari sui costi di gestione

In generale, se si guarda all'attività dei fondi di private equity, la SGR fronteggia diverse tipologie di oneri, che sono coperti dal regime commissionale negoziato con gli investitori. L'incidenza a carico del gestore è differente a seconda dei rapporti economici che si instaurano tra gestori e investitori e del potere negoziale acquisito da questi ultimi nelle diverse fasi dei cicli economici.

La commissione di gestione o management fee, rappresentata da una percentuale del capitale sottoscritto, viene versata annualmente o semestralmente dai sottoscrittori e varia a seconda della dimensione del fondo. In particolare, si aggira attorno al 2,2-2,5% per i piccoli fondi di venture capital, varia tra l'1,5% ed il 2,5% per quelli di dimensioni medie e si attesta tra l'1,9% ed il 2,2% nel caso di grandi fondi. Queste commissioni raggiungono il loro importo massimo dopo tre-cinque anni e poi tendono a diminuire, avvicinandosi al termine del periodo di investimento.

Possono essere applicate anche delle commissioni (start up fee) per coprire gli oneri legali, di consulenza e relativi alla registrazione della struttura di gestione, connessi all'avvio del

fondo: anch'esse, come le precedenti, sono rappresentate da una percentuale sul capitale sottoscritto, che si aggira attorno all'1% per i fondi di medie dimensioni.

Vi sono poi le commissioni legate alla realizzazione delle operazioni o transaction fee, che vengono solitamente ripartite tra il fondo e la società di gestione. Il loro ammontare deve finanziare non solo tutti i costi imputabili agli investimenti, ma anche le prestazioni professionali rese da terzi per attività di due diligence.

I costi legati ad operazioni non andate a buon fine, cosiddetti abort cost, inerenti gli oneri sostenuti per impostare un'operazione che non si conclude positivamente, in genere risultano essere a carico della società di gestione, la quale, in tal caso, trattiene anche le transaction fee oppure si possono prevedere schemi con una ripartizione diversa tra gestore e sottoscrittori.

Per completezza si ricorda che la commissione di incentivo, o carried interest, rappresenta un compenso per il gestore ed è costituita da una percentuale, solitamente attorno al 20%, dei rendimenti del fondo; in genere è percepita dopo che sono stati remunerati tutti i sottoscrittori in base ad un certo tasso, noto come hurdle rate[12]. La restante parte, cioè l'80% dei rendimenti, è ripartita tra i sottoscrittori. Tale incentivo spinge gli operatori non solo ad una scelta più accurata degli investimenti maggiormente redditizi, ma anche ad una responsabilizzazione nell'attività di gestione, allineandone gli interessi con quelli degli investitori. Nel caso in cui la società si sia avvalsa di consulenze da parte di advisor, solitamente si indica negli schemi di remunerazione il carred interest loro spettante.

Gli oneri che sono riconducibili, secondo la teoria economica[13], all'operatività del gestore di private equity si dividono in due gruppi: costi di agenzia e costi operativi. La prima tipologia ricomprende gli esborsi che devono essere sostenuti nella scelta e nella gestione degli investimenti. Possono essere minimizzati mediante la contrattazione, ma tra l'intermediario e i sottoscrittori esiste comunque una forte asimmetria informativa: per tale motivo, si predilige, quale soluzione, quella di contemplare meccanismi di incentivazione in grado di allineare gli interessi degli investitori e dei gestori, tra cui la sottoscrizione, da parte del gestore, di una quota del fondo (tra il 3% e il 5%).

I costi operativi ricomprendono i costi fissi, che possono essere ridotti grazie ad economie di scala e di scopo, ai valori reputazionali e alla curva di apprendimento; di conseguenza, si ritiene che tali oneri decrescano all'aumentare del numero e della dimensione dei fondi amministrati.

Per mitigare i possibili conflitti di interesse con i sottoscrittori del singolo fondo, che potrebbero vedersi ridotte le prospettive di rendimento all'aumentare dei fondi gestiti e quindi al diminuire del tempo e delle risorse dedicate a ciascun fondo, si dovrà negoziare un giusto equilibrio tra i differenti interessi.

Quest'ultimo problema può essere affrontato riducendo la durata di ciascun fondo e "modulando" l'impegno finanziario degli investitori (Pericu 2010).

Per quanto concerne, nello specifico, i costi legati alla vigilanza, questi possono essere divisi in tre diverse tipologie: costi diretti, di compliance e indiretti.

I primi ricomprendono tutti i costi che devono essere sostenuti per garantire l'operato degli enti che si occupano della vigilanza; in particolare, tali oneri possono essere a carico dello Stato, quando il controllo è svolto dalle Banche Centrali, mentre in altri casi sono corrisposti dagli intermediari vigilati mediante il pagamento di commissioni. Queste ultime possono essere di tre tipologie: quelle legate all'autorizzazione di nuovi intermediari o a modifiche dell'autorizzazione originaria; quelle annuali, che vengono determinate in proporzione all'attività di vigilanza e alla dimensione dell'attività degli operatori; quelle previste nel caso in cui le autorità debbano intervenire in casi particolari, come, ad esempio, nelle operazioni di fusione.

Un'altra caratteristica tipica di questi oneri è che non possono essere modificati in modo significativo dall'introduzione di nuove regole, a patto che questo non comporti, per le autorità competenti, l'utilizzo di ulteriori risorse aventi determinate abilità di tipo tecnico.

I costi di compliance sono invece legati agli oneri aggiuntivi che gli intermediari devono sostenere per osservare le norme. Questi, come i precedenti, sono di difficile stima, in quanto bisognerebbe sottrarre dagli oneri aggiuntivi gli esborsi che gli intermediari avrebbero dovuto sostenere in mancanza di nuove leggi.

Da ultimo, vi sono i costi indiretti, che sono difficilmente misurabili e presentano effetti negativi e non immediati sul funzionamento e sull'efficienza dei mercati finanziari.

Entrando più nello specifico, se si volesse stimare l'impatto dei costi più strettamente legati agli adempimenti di vigilanza dei gestori italiani di private equity (costi di compliance), si dovrebbe fare riferimento ad alcuni fattori, quali i costi di gestione del sistema informativo-contabile, i costi delle consulenze per le funzioni di controllo attribuite in outsourcing, e la remunerazione del personale addetto alle funzioni amministrative[14].

Dal momento che il panorama produttivo italiano è caratterizzato prevalentemente da imprese di piccole e medie dimensioni, si sono sviluppati in prevalenza gestori di fondi di private equity dimensionalmente proporzionati a tali obiettivi. D'altra parte, gli stessi risultano attualmente per lo più soggetti ai medesimi adempimenti di vigilanza dei gestori di maggiori dimensioni.

## L'esperienza francese a confronto

Il quadro regolamentare francese in materia di intermediari finanziari è stato oggetto, nello scorso decennio, di un'importante opera di riforma avviata con lo scopo di raggiungere una maggiore efficienza e semplificazione non solo delle autorità di supervisione, ma anche del sistema dei controlli. L'ordinamento transalpino prevede, infatti, un'unica autorità di vigilanza di riferimento, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), nata dalla fusione delle tre istituzioni di supervisione dei mercati finanziari preesistenti[15].

Per quanto concerne i controlli all'interno degli intermediari, la principale tipicità consiste nel fatto che sono stati attribuiti ad un unico soggetto che si occupa anche delle attività operative. Quest'ultima semplificazione ha portato ad una notevole riduzione delle spese di audit, conformità, controllo del rischio, antiriciclaggio e sorveglianza, consentendo così una maggior diffusione dei prodotti francesi (Autorités françaises 2011).

### Disciplina attuale delle società di gestione e dei veicoli di investimento

Nel diritto francese, le società di gestione attive nel settore del capitale di rischio (*sociétés de gestion de portefeuille*, SGP) sono soggetti vigilati dall'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) a cui deve essere richiesta l'autorizzazione preventiva ad operare.

Il regolamento generale dell'AMF suggerisce che il soggetto gestore possa essere costituito sotto forma di società per azioni, società in accomandita per azioni o società in nome collettivo. Nel settore del private equity prevale generalmente la scelta della società per azioni. La SGP può anche assumere la forma di società in accomandita semplice o di società per azioni semplificata. Molto spesso il ricorso a quest'ultima struttura giuridica presenta il merito di contrassegnare meglio la dissociazione fra i portatori di capitali e la squadra di gestione, al fine di garantirne l'indipendenza.

Per quanto concerne il capitale sociale, la normativa precisa che l'operatore che richiede l'autorizzazione ad operare deve disporre non solo di un capitale iniziale sufficiente, ma anche dei mezzi finanziari adeguati per poter svolgere la propria attività. Il regolamento dell'AMF specifica che l'ammontare minimo di capitale sociale di una *société de gestion de portefeuille* deve essere pari al maggior valore tra:

- 125.000 Euro, maggiorato dello 0,02% dell'importo per il quale il valore dei portafogli della SGP supera i 250 milioni di Euro. In ogni caso il totale non può superare i 10 milioni di Euro;
- un quarto delle spese generali su base annuale dell'esercizio precedente[16].

In via generale, anche da quanto emerso nel corso di un'indagine condotta presso alcuni operatori francesi del settore, la SGP può essere diretta da un numero minimo di due persone in possesso dell'esperienza e dell'onorabilità necessarie per lo svolgimento delle loro funzioni.

È possibile prevedere un unico dirigente nei seguenti casi:

- la SGP non gestisce alcun fondo OICVM;
- l'ammontare complessivo in gestione è inferiore a 20 milioni di Euro;
- la società gestisce esclusivamente dei fondi comuni riservati di private equity con procedura semplificata.

Per quanto concerne le funzioni di controllo, il gestore deve istituire e mantenere tre livelli di controllo: il controllo cd. di livello 1 è svolto dal personale operativo della società di gestione, il quale deve riferire di eventuali irregolarità al Responsable de la Conformité e du Contrôle Interne (RCCI).

Le funzioni di internal audit, compliance, risk management e antiriciclaggio costituiscono il controllo interno di livello 2 e possono essere attribuite ad un unico soggetto, il Responsable de la Conformité e du Contrôle Interne (RCCI). Tale carica può essere svolta dal personale coinvolto in funzioni operative, qualora, sulla base del principio di proporzionalità, il requisito di indipendenza non sia giustificato dall'importanza, dalla natura e dalla complessità dei servizi di investimento forniti dalla SGP; tuttavia, il RCCI non può essere direttamente coinvolto nell'attività di investimento.

L'effettivo svolgimento delle funzioni di controllo del RCCI può essere, inoltre, delegato all'interno della società di gestione, sempre nel rispetto del principio di proporzionalità. La responsabilità rimane, in ogni caso, a carico del RCCI.

La SGP può, inoltre, esternalizzare la funzione di RCCI ad un dipendente di una società appartenente al medesimo gruppo della società di gestione.

Al gestore è anche richiesto di istituire una funzione di risk management indipendente; seguendo un'applicazione effettiva del principio di proporzionalità, tale mansione può essere ricoperta dal personale operativo.

È richiesto, poi, un controllo periodico ed indipendente di livello 3. Tale funzione valuta l'adeguatezza e l'efficacia dei sistemi di controllo interno e può essere oggetto di delega, ma non può essere svolta dal RCCI.

Altro argomento che merita di essere citato riguarda le informazioni che devono essere comunicate dall'operatore prima e dopo la sottoscrizione da parte degli investitori. Per quanto riguarda la prima tipologia di informativa, la comunicazione riguarda il gestore ma anche il soggetto che si occupa della commercializzazione delle quote; tuttavia, alcune categorie di sottoscrittori possono rinunciare all'obbligo di consulenza e di ricezione delle informazioni. La

seconda tipologia di comunicazione comprende le tariffe e le commissioni nell'ambito della gestione di portafoglio.

Ogni anno poi, ciascuna SGP stabilisce, congiuntamente all'AMF, un piano annuale di supervisione nel quale vengono stabiliti i contenuti e la periodicità delle segnalazioni di vigilanza all'autorità. A ciascun operatore vigilato viene assegnato il riferimento di un rappresentante dell'AMF, il quale agisce da contatto diretto con l'organo di vigilanza per qualsiasi questione di sua competenza.

La società di gestione invia, inoltre, due rapporti su base annuale all'autorità: un rapporto generale sulle funzioni di controllo interno e un rapporto su uno specifico aspetto del controllo interno. È, inoltre, previsto l'invio di un rapporto semestrale riguardante il NAV di ciascun fondo in gestione (Schmidt 2006).

L'autorità mette a disposizione delle società di gestione un software specifico per tutte le segnalazioni di vigilanza.

Un breve cenno a sé merita la disciplina dei fondi. La disciplina francese dei fondi comuni di investimento di private equity risulta, infatti, maggiormente articolata e sviluppata rispetto al corrispondente veicolo di diritto italiano. Esistono diverse tipologie di veicolo, suddivise sulla base della natura dei soggetti investitori e degli investimenti ammissibili.

La partecipazione a fondi comuni di investimento di private equity è, in via generale, aperta a tutti i soggetti investitori. Tuttavia, i fondi riservati ad una specifica categoria di investitori beneficiano di adempimenti regolamentari ridotti e di minori vincoli in materia di investimento rispetto alla controparte cd. retail.

## Cenni sull'evoluzione del sistema di regolamentazione nel processo di recepimento

A fronte della crisi economica verificatasi a partire dal 2008 e delle difficoltà riscontrate dagli operatori transalpini in fase di raccolta, emerge la volontà di rendere la gamma di prodotti più chiara e attrattiva, affinché possano espandersi in nuovi mercati.

Il quadro normativo francese è già in linea, sotto molti profili, con quanto previsto dalla Direttiva AIFM, in particolare in materia di controllo dei rischi, di requisiti di capitale e di monitoraggio dei conflitti di interesse; tuttavia, alcuni profili richiederanno più attenzione, da parte dei gestori, in fase di adeguamento[17].

Per quanto concerne le politiche di remunerazione, nel novembre del 2010 sono stati introdotti due principi previsti dalla Direttiva: la remunerazione variabile deve tener conto delle performance globali dell'operatore e non solo di quelle individuali; ed il pagamento effettivo della stessa deve essere dilazionato nel tempo.

Un ulteriore principio che dovrà essere implementato è quello della valutazione indipendente da parte di un soggetto esterno o interno alla struttura di gestione.

Anche i profili di trasparenza e di comunicazione agli investitori e alle autorità di regolamentazione presentano necessità di integrazione rispetto alle prassi normalmente adottate.

Nell'ambito del processo di recepimento, che è avanzato in Francia con una celere tempistica rispetto ad altri Paesi, il Comitato incaricato ha suggerito la necessità di razionalizzare la gamma di fondi esistenti per mantenere la competitività e il valore segnaletico nei confronti degli investitori, soprattutto internazionali.

Dal momento che il contesto normativo francese è già molto simile a quello previsto dalla Direttiva, il processo dovrà puntare ad un posizionamento competitivo del Paese nel contesto dei prodotti alternativi.

Tra le tendenze ad oggi emerse per semplificare il panorama delle strutture di gestione si prefigura il passaggio da due possibili società di gestione (quelle di tipo 1 che gestivano almeno un fondo Ucits e quelle di tipo 2 che gestivano fondi non Ucits) a un'unica società, che sarà soggetta allo stesso inquadramento legislativo ma dovrà richiedere un'autorizzazione specifica sulla base della tipologia di fondi che si intende gestire (Ucits, real estate…).

Anche per il sistema dei fondi si prevede una razionalizzazione dei fondi alternativi, secondo la natura del veicolo (retail o professionale, tra cui rientrano i fondi di venture capital, che rispondono ad un regime regolamentare flessibile e il nuovo fondo per investitori professionali, che non deve rispettare alcun criterio di diversificazione, segue una procedura di approvazione semplificata e può essere costituito in forma contrattuale o societaria) o secondo l'obiettivo di investimento (società di venture capital, veicoli di investimento, diversi dagli Ucits, che raccolgono capitali seguendo una politica di investimento predefinita).

L'obiettivo è anche di semplificare le soglie di investimento, unificando a 100.000 Euro l'ammontare minimo investito nei fondi destinati a investitori professionali. Questo potrebbe rafforzare dal punto di vista competitivo il posizionamento dei fondi francesi, senza però ridurre il livello di protezione per gli investitori (Autorité des marchés financiers 2012 e 2013).

## Possibili spunti per il recepimento in Italia della Direttiva AIFM

Il panorama produttivo italiano è caratterizzato prevalentemente da iniziative imprenditoriali di piccole e medie dimensioni: ciò ha portato all'istituzione di fondi di private equity dedicati, che presentano, in termini di ammontare gestito e di capitale investito, importi proporzionati.

Queste SGR risultano essere soggette, attualmente, ai medesimi adempimenti di vigilanza previsti per i gestori di maggiori dimensioni.

Tale condizione mostra la presenza nel nostro Paese di una sovra-regolamentazione rispetto ad altri Stati, come ad esempio la Francia, dove si è provveduto ad attuare negli ultimi anni una serie di interventi di semplificazione relativi alle autorità di vigilanza, alle strutture e agli adempimenti per le società di gestione.

La disciplina introdotta dalla AIFM non dovrebbe comportare rilevanti modifiche nel quadro regolamentare italiano, che già presenta una disciplina di dettaglio per gli operatori, fatta eccezione per i profili delle politiche di remunerazione e per gli obblighi di comunicazione relativi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti.

Con l'occasione potrebbe quindi essere auspicabile un intervento di semplificazione degli adempimenti, al fine di ottenere una diminuzione dei costi a carico degli intermediari.

A titolo di esempio, si potrebbe pensare all'eliminazione degli obblighi di segnalazione negativa, contemplando l'onere di comunicazione solo qualora si dovesse verificare l'evento.

Riguardo alla periodicità delle comunicazioni, quella semestrale sembra maggiormente compatibile con l'operatività dei fondi mobiliari chiusi.

Il medesimo risultato potrebbe essere perseguito anche evitando di prevedere obblighi di nuove comunicazioni per voci "estrapolabili" dai rendiconti e dai regolamenti di gestione e mediante l'elaborazione di uno schema di rendiconto uguale per tutti i fondi, in modo da rendere comparabili i dati e semplificarne l'interpretazione.

Si potrebbe, poi, evitare la duplicazione nell'invio della documentazione a Banca d'Italia e Consob; in tal modo si ridurrebbero i costi relativi alle comunicazioni obbligatorie previste dalle autorità di vigilanza, che rappresentano una parte rilevante degli oneri a carico delle SGR.

Un'altra proposta potrebbe essere di utilizzare piattaforme uniformi per la trasmissione di dati e documenti alle autorità di vigilanza.

Riguardo al sistema dei controlli, si potrebbe pensare ad una revisione del sistema dei controlli per le SGR di private equity, che eviti di creare nuovi ruoli e ridistribuisca, piuttosto, le competenze sugli organi di controllo già presenti.

A tal proposito il modello francese, che prevede che le funzioni di controllo dell'intermediario possono essere svolte da un'unica figura, il RCCI, che può essere ricoperta anche dal personale coinvolto in funzioni operative, costituisce fonte di ispirazione. I costi e le risorse che l'operatore deve dedicare alle attività di audit, conformità, controllo del rischio, antiriciclaggio e sorveglianza risultano nel paese transalpino più che dimezzati, rispetto a quelli italiani[18] e ciò ha contribuito alla diffusione di fondi di dimensione ridotta dedicati alle piccole imprese.

Tra gli ultimi provvedimenti regolamentari che hanno riguardato il mercato italiano, si segnala l'eliminazione dell'obbligo di approvazione del regolamento dei fondi riservati agli

investitori qualificati da parte di Banca d'Italia; tale intervento va nel senso di allineare l'Italia alle esperienze internazionali, in cui il rapporto tra gestore di private equity ed investitore è molto diretto e ha carattere contrattuale. Tale approccio è compatibile anche con quanto previsto dalla Direttiva, secondo la quale, l'attività di vigilanza deve essere effettuata sull'attività svolta dai gestori e non sui singoli fondi.

L'Italia dovrà poi provvedere ad adeguare il proprio impianto disciplinare a quanto previsto dal Regolamento del Parlamento e del Consiglio relativo ai fondi europei di venture capital, al fine di introdurre, per i veicoli che rispettano i requisiti, il passaporto europeo nella versione semplificata. A questo riguardo si potranno presentare opportunità per gli operatori italiani che dal punto di vista dimensionale e operativo sembrano rientrare più facilmente nelle maglie di questo provvedimento.

Riguardo al panorama più generale europeo sarà fondamentale evitare disomogeneità regolamentari tra i diversi Paesi membri che potrebbero generare fenomeni di arbitraggio a vantaggio dei fondi sovranazionali.

Oltre al recepimento armonizzato della Direttiva AIFM, sarà da promuovere l'introduzione di un regime fiscale uniforme per gli operatori che gestiscono fondi alternativi; solo in questo modo sarà possibile raggiungere l'obiettivo di un mercato unico europeo, finalità per cui la stessa Direttiva è stata emanata.

## Bibliografia

Atrigna T. et al. (2008), *L'impatto della Direttiva MiFID sull'attività di private equity*, «Quaderni AIFI sull'Investimento nel Capitale di Rischio», 19, Milano, Egea.

Autorité Des Marchés Financiers (2012), *Rapport final sur la transposition de la Directive AIFM et développement de la gestion innovante en France*, Juillet.

Autorité Des Marchés Financiers (2013), *Directive AIFM: impacts et opportunités pour la gestion française*, Janvier.

Autorités Françaises (2011), *Consultation de la Commission Européenne pour un nouveau régime pour le capital risque*, Août.

Banca d'Italia (2012), *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, 8 Maggio.

Banca d'Italia (2009), *Il private equity in Italia*, «Questioni di Economia e Finanza», 41.

Banca d'Italia – Consob (2007), *Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari*, 29 Ottobre.

Bracchi G. (2012), *Il Private Equity nel nuovo assetto dell'economia italiana*, «Quaderni AIFI sull'Investimento nel Capitale di Rischio», 31, Milano, Egea.

Carretta A., Schwizer P., Stefanelli V. (2003), *Oltre la regolamentazione: il sistema dei controlli interni degli intermediari finanziari. Cultura del controllo o controllo della cultura?*, in *Oltre la crisi. Le banche tra le imprese e le famiglie*, Ottavo rapporto sul Sistema Finanziario Italiano della Fondazione Rosselli, pp. 255-281, a cura di G. Bracchi, D. Masciandaro, Milano, Edibank.

Consob (2010), *Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati*, Delibera n.17297, 28 Aprile.

Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 Giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (GU L174, 1.7.2011).

Gervasoni A., Bechi A., Montaina M. (2012), *L'efficacia delle regole e dell'azione di vigilanza sugli intermediari finanziari che gestiscono fondi alternativi*, in *La banca commerciale territoriale nella crisi dei mercati*, Diciassettesimo rapporto sul Sistema Finanziario Italiano della Fondazione Rosselli, pp. 247-266, a cura di G. Bracchi, D. Masciandaro, Milano, Edibank.

Gervasoni A., Bechi A. (2007), *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, Il Mulino.

Gervasoni A., Sattin F.L. (2008), *Private equity e venture capital*, Milano, Guerini e Associati.

Gualandri E. (2008), *Il pricing nel settore finanziario: la prospettiva dei costi della regolamentazione e della vigilanza*, «Bancaria», 3, pp. 12-24, Bancaria Editrice, Roma.

Luciano A. (2011), *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, «Contratto Impresa/Europa», 2, pp. 604-647, Padova, Cedam.

Pericu A. (2010), *Gli attori nel mercato italiano del private equity. Primi cenni sulla regolazione dei modelli organizzativi*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Tomo II, pp. 321-336, Padova, Cedam.

Schmidt D. (2006), *Les véhicules français de capital investissement: SCR, FCPR, FCPI, FIP. Principes juridiques et fiscaux*, Paris, Gualino Editeur.

# Note

[1] Al momento in cui si scrive è stata diffusa in consultazione (sul sito http://www.dt.tesoro.it/it/regolamentazione_settore_finanziario/consultazioni_pubbliche_online_corrente/consultazione_investimenti_alternativi.html) la proposta di revisione del Testo Unico della Finanza (TUF), che recepisce le disposizioni introdotte dal primo livello della AIFMD.

[2] Ne sono esempi i diritti di vedere realizzate determinate politiche di investimento, di partecipare alla distribuzione dei rendimenti o al rimborso delle quote oppure i diritti di informazione sulla gestione.

[3] Tale revisione è intervenuta con l'approvazione del decreto legislativo n. 141/2010.

[4] Il rapporto finale del gruppo di esperti è consultabile al link http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1094.

[5] Il limite è posto ad un livello superiore in quanto i fondi unleveraged sono reputati meno rischiosi per la stabilità finanziaria.

[6] La parte fissa deve presentare un livello abbastanza elevato al fine di conferire alla parte variabile la massima flessibilità, considerando anche tutti i rischi presenti e futuri che si possono verificare.

[7] La documentazione è disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index_en.htm.

[8] Comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob dell'8 marzo 2011 in materia di ripartizione delle competenze tra compliance e internal audit.

[9] Successivamente modificato dal Regolamento Banca d'Italia dell'8 maggio 2013.

[10] L'indagine informale è stata realizzata da AIFI, l'Associazione di categoria di riferimento in Italia per gli operatori di private equity e venture capital (www.aifi.it).

[11] Con la pubblicazione del 14° Aggiornamento dell'8 maggio 2012 del Manuale delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, Circolare n. 189 del 21 ottobre 1993.

[12] L'hurdle rate viene determinato sulla base del tasso free risk del Paese in cui opera il fondo.

[13] Si veda in proposito, tra gli altri, Banca d'Italia (2009).

[14] Nel corso dell'indagine condotta presso gli operatori del settore da AIFI è stato stimato che i costi relativi alla supervisione e agli obblighi imposti dalla normativa si aggirano intorno ai 300.000-400.000 Euro per un operatore che gestisce tra 80 e 100 milioni di Euro.

[15] L'AMF svolge le funzioni che prima erano attribuite alla Commission des opérations de bourse (COB), al Conseil des marchés financiers (CMF) ed al Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF).

[16] L'articolato in materia di fondi minimi della SGP, contenuto nel Regolamento generale dell'AMF, prevede una disciplina similare a quella della Direttiva AIFM.

[17] Nel momento in cui si scrive l'implementazione della Direttiva in Francia è ad uno stadio molto avanzato. Le autorità hanno pubblicato diverse guide e strumenti a disposizione degli operatori.

[18] Questa considerazione deriva da un'indagine, condotta nel 2011 da AIFI, attraverso alcune interviste presso un campione di società di gestione francesi di private equity.

## Sommario

Il presente lavoro ha, quale obiettivo, quello di evidenziare, sotto alcuni profili, come la Direttiva AIFM potrebbe offrire al nostro Paese la possibilità di semplificare le procedure e gli adempimenti di vigilanza a cui sono tenuti i gestori di fondi di private equity, attenuando non solo il problema della sovra regolamentazione, ma anche gli svantaggi competitivi rispetto ai principali Paesi comunitari.

Il processo di implementazione condizionerà le caratteristiche di questo settore in un mercato che diverrà "aperto", con l'introduzione del passaporto europeo dal punto di vista della gestione e della commercializzazione dei fondi.

Si è voluto analizzare il caso francese, dove si è assistito, nel corso degli anni, a numerosi cambiamenti nell'ambito della vigilanza sugli intermediari e negli obblighi informativi ed organizzativi a cui sono soggetti, che hanno contribuito ad una notevole riduzione dei costi a carico degli operatori. Quest'ultimo aspetto ha consentito una maggior diffusione di strumenti destinati alle piccole e medie imprese, che rappresentano il segmento più rilevante anche nel sistema produttivo italiano. Si illustrano alcune caratteristiche del modello francese che possono costituire fonte di ispirazione per il nostro mercato.



## Abstract

This paper aims to illustrate how the AIFM Directive offers to our country the possibility of simplifying the procedures and requirements to which the private equity players are subject, not only mitigating the over-regulation, but also the competitive disadvantages compared to the main EU countries.

The characteristics of the sector in the next future will depend on the implementation process of Directive in a market that will become "open" in the management and marketing of funds.

We analyzed the French case, where we have witnessed over the years to many changes in the field of supervision, disclosure requirements and organizational policies for intermediaries, which contributed to a considerable reduction in costs borne by the financial players. This last profile has made it possible a greater diffusion of risk capital for small and medium enterprises, which also represent the majority of the Italian productive system. Some characteristics of this models can be an example from which to take inspiration for the domestic market.

## Nota biografica sugli autori

### Alessandra Bechi

Alessandra Bechi dirige l'Ufficio Tax & Legal e Affari Istituzionali di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital). Dal 2012 è Amministratore Delegato di AIFI Ricerca e Formazione (AIFI R&F). Dal 2011 è membro del Consiglio di Amministrazione di Incipit Campania, incubatore per la creazione di imprese ad alta tecnologia, finanziato dal Ministero dello Sviluppo Economico.

Nel 2007 ha partecipato ai lavori del Gruppo di esperti, istituito dalla Commissione Europea, sul tema "Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds".

Svolge attività di docenza in tema di finanza, imprenditorialità e capitale di rischio per il Master in Corporate finance & banking dell'Università di Pisa e nell'ambito dell'attività di formazione organizzata da AIFI R&F.

Alessandra Bechi is head of AIFI (Italian Private Equity and Venture Capital Association) Tax & Legal and Institutional Affairs Department. Since 2012 she is CEO of AIFI Ricerca e Formazione (AIFI R&F). Since 2011 she is a member of the Board of Directors of Incipit Campania, high tech incubator, financed by the Italian Ministry of Economic Development.

In 2007 she participated to the Expert Working Group, nominated by the European Commission, on "Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds".

She holds courses in finance, entrepreneurship and risk capital for the Master in Corporate finance & banking at the Pisa University and in the initiatives organized by AIFI R&F.

### Ilaria Peci

Ilaria Peci ha conseguito la laurea triennale col massimo dei voti in Economia Aziendale e a marzo 2013 ha concluso il suo percorso laureandosi con lode nell'indirizzo Banche, Finanza e Mercati presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC.

Ilaria Peci took a three-years degree with honours in Business Administration and in March 2013 graduated with honours in Banking, Finance and Financial Markets at the Carlo Cattaneo University – LIUC.