

La società di investimento semplice

di Tofani Cristiano Augusto, De Ficchy Francesco

Sommario:

- 1. Premessa.*
- 2. Differenze e analogie con la Sicaf.*
- 3. Categorie di investitori.*

1. Premessa.

La Società di Investimento Semplice (identificata con l'acronimo "SIS") rappresenta un nuovo veicolo di investimento societario finalizzato alla gestione collettiva del risparmio. È stato introdotto nel nostro ordinamento dall'articolo 27 del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34 recante *"misure urgenti di crescita economica per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi"* (c.d. *"Decreto Crescita"*). La nuova normativa interviene sul decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria o t.u.f.), novellandone l'impianto definitorio e disegnando una disciplina che attribuisce alla SIS delle specifiche caratteristiche con riferimento sia all'oggetto sociale, sia ai limiti ed alle condizioni operative (1). Tale intervento si pone come scopo quello di sostenere le piccole e medie imprese, colonne portanti dell'economia italiana. E tale obiettivo viene perseguito attraendo fonti di capitale extra bancario verso il tessuto delle piccole e medie imprese e di quelle in fase di crescita.

A tal riguardo, infatti, la SIS è stata pensata per supportare la crescita delle PMI (2) italiane non quotate in mercati regolamentati, garantendo maggiori capitali al di fuori dell'ordinario canale bancario e, quindi, auspicando un rilancio degli investimenti privati. Lo sviluppo di questo nuovo assetto organizzativo si pone in linea con la policy legislativa europea e domestica degli

ultimi anni orientata - oltre che a riconoscere la centralità delle PMI e delle *start-up*, agevolando il loro accesso al mercato dei capitali (3) - ad individuare ulteriori figure di particolare rilevanza strategica, al pari della SIS, finalizzate alla crescita di lungo periodo, tra cui si citano tra le più recenti: EuVeca, EuSef ed Eltif (4).

Più precisamente si tratta di un innovativo Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), costituito in forma di Società di Investimento a Capitale Fisso (Sicaf) per tale intendendosi come un OICR chiuso. Infatti, la SIS condivide molteplici caratteristiche con la Sicaf, rientrando tra i gestori di fondi alternativi, ma allo stesso tempo differenziandosi da quest'ultima in quanto sottoposta ad una disciplina semplificata tipica dei gestori "*sotto-soglia*", i cui tratti fondamentali verranno analizzati infra, seppur nel rispetto della normativa europea.

La SIS è soggetta ad una preventiva autorizzazione da parte della Banca d'Italia, rilasciata entro il termine di 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda, ove questa soddisfi determinate condizioni (5), e più precisamente:

la denominazione sociale deve contenere anzitutto l'indicazione di "società di investimento semplice per azioni a capitale fisso";

deve avere un patrimonio netto non superiore a 25 milioni di euro (esso corrisponderà al capitale complessivamente raccolto presso gli investitori durante il periodo della sottoscrizione);

deve disporre di un capitale sociale non inferiore a quello previsto dall'articolo 2327 cod. civ. per le S.p.A., ovvero pari o superiore a 50 mila euro, in deroga a quanto previsto dall'articolo 35-bis, comma 1, lettera c) del t.u.f.;

deve avere la sede legale e direzione generale in Italia, sotto la direzione e gestione di soggetti in possesso dei requisiti di onorabilità ai sensi dell'art. 13, commi 2 e 5 del t.u.f.;

deve adottare uno statuto sociale avente quale oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentari che si trovino nella fase di sperimentazione (*seed financing*), costituzione (*start up financing*) o avvio dell'attività (*early-stage financing*) (6);

non può ricorrere in nessun caso all'uso della leva finanziaria e quindi non deve acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto, e di conseguenza, non può raccogliere prestiti obbligazionari né contrarre altri finanziamenti sia dai propri soci che da terzi (7);

deve stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi derivanti dall'attività svolta.

Autorevole dottrina precisa che la circostanza per la quale le imprese target della SIS si trovino in una fase di “*sperimentazione, costituzione o avvio*” dell’attività connota, per tale via, l’oggetto dell’investimento sul piano della “qualità” dello stesso, e non già della sua “natura”: non si tratta, insomma, di una categoria di imprese diverse dalle PMI, come invece poteva dubitarsi in base al testo originario, ma di imprese target che presentino determinate caratteristiche. Il criterio viene, così, a rappresentare un normale indicatore della politica di investimento di un OICR analogamente, ad esempio, a quello geografico, merceologico, ecc. (8)

Le SIS autorizzate in Italia sono poi tenute a iscriversi in appositi albi tenuti dalla Banca d’Italia; sono sottoposte alla vigilanza informativa ed ispettiva da parte delle Autorità di Vigilanza, oltre che soggette agli obblighi di commercializzazione delle proprie azioni presso gli investitori.

In concreto, le attività esercitate dalla SIS sono individuate dall’elencazione tassativa di cui all’art. 33, comma 3, t.u.f., e più precisamente consistono nell’investimento e gestione del proprio patrimonio, nella commercializzazione degli strumenti finanziari emessi dalla stessa agli investitori professionali e retail; nelle altre attività amministrative, accessorie e strumentali alle precedenti nei limiti delle specifiche riserve di legge previste dal nostro ordinamento.

2. Differenze e analogie con le Sicaf.

La SIS, in quanto strutturata in forma di Sicaf, non può emettere obbligazioni seppure la normativa consenta l’emissione di (genericamente) strumenti finanziari partecipativi, oltre che ai titoli azionari. La raccolta del capitale avviene pertanto mediante la promozione nei confronti di investitori c.d. istituzionali e retail e la sottoscrizione delle proprie azioni o altri strumenti finanziari partecipativi, qualora previsti dallo statuto.

Da suddetta descrizione emerge che tale opportunità di investimento sembra essere vicina ai cc.dd. “*club deals*”, ossia società veicolo, in cui gruppi di investitori, in forma associata, decidono di far confluire il loro patrimonio per un determinato investimento di private equity, con il fine di conseguire un vantaggio finanziario attraverso un disinvestimento di medio-lungo periodo (9).

Tuttavia, la struttura e le caratteristiche della SIS, così come delineate nel Decreto, fanno emergere una differenziazione rispetto al veicolo di matrice statunitense, in quanto le prime sono in primis normativamente riconosciute, e in secondo luogo sono collocate nell’area della gestione collettiva del risparmio quale attività oggetto di riserva di legge, a cui i club deals sarebbero estranei (10)

In buona sostanza, la struttura della SIS è quella di un fondo di investimento alternativo (c.d. FIA) costituito in forma di società di investimento a capitale fisso (c.d. *Sicaf*), che gestisce direttamente ed investe il patrimonio raccolto in PMI non quotate, non facendo ricorso alla leva finanziaria, e comunque entro il limite del capitale sociale. Per tale ragione la SIS viene anche

definita come “*mini-Sicaf*” e per l’effetto beneficia di un particolare regime di esenzione rispetto alla ordinaria disciplina regolamentare vigente ed applicabile alle Sicaf autorizzate in Italia ai sensi dell’art. 35-bis t.u.f.

Il novellato articolo 35-undecies t.u.f. prevede che non si applicano alla SIS le disposizioni dell’articolo 6, commi 1, 2 e 2-bis t.u.f. (11): pertanto, non trova applicazione buona parte delle disposizioni di rango secondario emanate dalla Banca d’Italia e dalla Consob in materia di gestione collettiva del risparmio, ovvero non si applicano gli obblighi in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento e frazionamento del rischio e organizzazione amministrativa e contabile.

E’ comunque previsto che la SIS si doti di un sistema di governo e controllo adeguato, al fine di assicurare la sana e prudente gestione: deve prevedere il requisito di onorabilità per i partecipanti al capitale della SIS che dispongono del controllo o che possono esercitare un’influenza notevole sul governo della società oppure che posseggono una partecipazione qualificata almeno pari al 10% del capitale sociale, verificato dalla Banca d’Italia sia al momento del rilascio dell’autorizzazione sia nel prosieguo dell’attività. Nel caso di una Sicaf, invece, vengono richiesti anche i requisiti di competenza e correttezza.

Quanto alle funzioni di controllo, è possibile un’esternalizzazione, e sul punto è necessario distinguere tra SIS riservate e SIS non riservate: per queste ultime, in particolare, è possibile non istituire la funzione di audit interno ed accentrare le funzioni di controllo di II livello (*risk management* e *compliance*) in un’unica funzione aziendale di controllo permanente ed indipendente. Diversamente, per la sola SIS riservata è possibile fare ricorso anche a soggetti con comprovata esperienza nel settore dei controlli interni e idonei ad assumere la responsabilità di funzioni di controllo, ancorché non abilitati alla prestazione di servizi ed attività di investimento, né sottoposti a forme di vigilanza prudenziale. Per quest’ultima, è altresì riconosciuta la possibilità di identificare all’interno dell’organo di gestione almeno un componente con specifiche deleghe in materia di controlli, in luogo di istituire specifiche funzioni aziendali di controllo, ma tale soggetto non potrà risultare destinatario di altre deleghe, affinché non venga pregiudicata la sua autonomia (12).

In conclusione, si può affermare che, nel panorama dei veicoli di investimento per la gestione collettiva del risparmio, la SIS potrà operare come un’organizzazione più snella e semplice, sopportando costi più ridotti rispetto ad una Sicaf ordinaria. Inoltre, si distingue da quest’ultima sia per le deroghe in ordine agli adempimenti regolamentari, sia perché destinataria – in considerazione della relativa politica di investimento – di agevolazioni di natura fiscali previste per talune tipologie di investitori.

Resta fermo però il potere da parte dell’Autorità di Vigilanza di richiedere dati, notizie ed effettuare ispezioni, anche a distanza di tempo dallo svolgimento delle attività a cui la SIS è preordinata, oltre al costante monitoraggio in sede di autorizzazione e commercializzazione.

3. Categorie di investitori nella SIS.

La legge di conversione del Decreto Crescita ha operato un rilevante ampliamento dell'operatività della SIS, rispetto a quanto previsto originariamente: è consentita la partecipazione al capitale della SIS, non solo per gli investitori istituzionali, ma anche ai clienti retail, ovvero gli investitori al dettaglio.

Secondo la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, la c.d. Mifid II, gli investitori non sono tutti uguali e la loro suddivisione in classi determina diversi livelli di protezione e regole di condotta a cui devono attenersi gli intermediari.

Prima del recepimento della direttiva Mifid nell'ordinamento interno, attuato con il decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, il t.u.f. distingueva gli investitori/clienti in due categorie, clienti retail e operatori qualificati, nei cui confronti non trovavano applicazione le norme relative all'offerta fuori sede, ossia il diritto di recesso e la presenza dei promotori finanziari. La nuova direttiva europea sui servizi d'investimento ha individuato tre tipologie di clienti, attribuendo a ciascuna di esse una specifica forma di protezione: i clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate.

I clienti al dettaglio (*retail*) rappresentano la base della classificazione degli investitori e anche la classe maggiormente tutelata, in quanto non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate. I modelli di protezione nei confronti dei clienti al dettaglio trovano centralità nell'obbligo da parte degli intermediari di fornire ai clienti informazioni utili, anche in formato standardizzato, affinché possano gli stessi investitori capire la natura dei servizi di investimento e il tipo specifico di strumenti finanziari e i rischi ad essi correlati, con il fine ultimo di effettuare scelte consapevoli.

I clienti professionali, invece, sono quelli che si ritiene posseggano l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie per effettuare autonomamente e consapevolmente le decisioni in materia di investimenti, dopo un'attenta valutazione dei rischi. I clienti professionali necessitano quindi di un livello di protezione più basso rispetto a quelli *retail*. Ma quest'ultimi, a loro volta, si dividono in clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

I primi sono, più precisamente:

(i) i soggetti tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari sia essi italiani sia esteri (13);

(ii) le imprese di grandi dimensioni che posseggano, a livello di singola società, specifici requisiti dimensionali (14);

(iii) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre transizioni finanziarie (15).

Inoltre, la normativa individua i clienti professionali su richiesta, ossia quei clienti al dettaglio che, pur non avendo i requisiti dei clienti professionali, richiedono espressamente di essere considerati tali in virtù della competenza ed esperienza maturata in campo finanziario. Il passaggio, che determina una minore protezione, è consentito nel caso in cui l'intermediario, dopo aver valutato anche attraverso specifici test, la competenza, l'esperienza e le conoscenze del cliente, ritenga che quest'ultimo sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume (16).

Alcune novità provengono dal nuovo regime della Mifid II (16) ha esteso, anche per i clienti professionali, talune regole di protezione destinate ai clienti al dettaglio, recepite nel Regolamento Consob n. 20307/2018 (c.d. "*Regolamento Intermediari*") quali, in particolare: la previsione di una disclosure precontrattuale, consistente nell'obbligo di fornire informazioni sull'impresa di investimento e i servizi da essa offerti in modo corretto, chiaro e non fuorviante; in secondo luogo, è prevista la divulgazione delle informazioni su tutti i costi e gli oneri, è esclusa la possibilità per la SIS di concordare limitazioni in merito a tali informazioni quando, tra gli altri, si tratti di servizio di consulenza in materia di investimenti.

Inoltre, sempre nell'ottica di tutela del cliente, è sancito l'obbligo per gli intermediari di ricorrere al contratto scritto anche nei rapporti con i clienti professionali, fornendo agli stessi rendiconti, anche periodici, sui servizi prestati, tenendo conto della tipologia e della complessità degli strumenti e della natura dei servizi coinvolti. Infine, la nuova disciplina ha rafforzato i presidi organizzativi e gli obblighi relativi alla conservazione delle registrazioni delle conversazioni telefoniche e delle comunicazioni elettroniche.

Infine, l'ultima categoria di clienti è rappresentata dalle "*controparti qualificate*", si tratta della classe di clientela che possiede il più alto livello di conoscenza, di esperienza e competenza in materia di investimenti e di contro è la categoria di investitori che ha la minore protezione e al tempo stesso la maggiore libertà di azione. Ma tale classe assume rilevanza solo quando l'intermediario presta i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio o esecuzioni di ordini.

Con il termine "*controparte qualificata*" viene delineato un sottoinsieme degli investitori professionali e ai sensi dell'art. 6 quater, comma 2, t.u.f. sono controparti qualificate:

- a) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 t.u.f., le società di cui all'articolo 18 t.u.f., gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico;
- b) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci;

c) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati;

d) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione;

e) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

Così come delineata, la classificazione dei clienti non è immutabile e rigida, ma può essere, dietro richiesta e rispettando precise regole, oggetto di variazione.

Sono pertanto possibili sia passaggi di categoria che comportano un aumento del livello di tutela (c.d. *downgrading*), sia variazioni che riducono il livello di informativa e di tutela (c.d. *upgrading*).

La ragione fondamentale della graduazione della tutela del cliente in funzione dell'esperienza, conoscenza e competenza dello stesso è da ravvisarsi nella necessità di individuare un giusto punto di equilibrio tra le esigenze di regolamentazione e di vigilanza del settore dell'intermediazione finanziaria, e quelle di efficienza e flessibilità della disciplina. Risulta, infatti, evidente come l'applicazione di norme di protezione per chi non ne avesse bisogno, comporterebbe un dispendio inutile di risorse (commissioni da pagare agli intermediari e tempo speso nella prestazione dei servizi di investimento offerti dagli stessi).

(1) Maria Grazia Iocca, *“La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita”*, in *Le nuove leggi*, 2020.

(2) Piccole e Medie Imprese (PMI), intendendosi per quest'ultime quelle società che presentano, ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea, in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato, almeno due dei seguenti parametri: i) non più di 250 dipendenti; ii) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; iii) fatturato annuale non superiore a 50 milioni di euro.

(3) Si è osservato come i recenti interventi normativi abbiano posto le prime basi per quello che sarà un sottosistema speciale della c.d. capital market regulation, pensato esclusivamente per le PMI.

- (4) Questi fondi, che fanno parte del piano d'azione dell'Unione europea per i mercati dei capitali, mirano a mobilitare più capitale di investimento per le piccole e medie imprese innovative (PMI) e per le imprese sociali nell'UE.
- (5) Luca Zitiello, *“Le società di investimento semplice”*, in *Fondi&Sicav*, N. 117 - settembre 2019.
- (6) Le imprese target della SiS sono le PMI come definite dal Regolamento UE sul prospetto informativo, e segnatamente: (i) società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure (ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE.
- (7) Tale elemento rappresenta una notevole differenziazione rispetto alla Sicav e alla Sicaf, alle quali l'utilizzo della leva finanziaria è concesso.
- (8) Filippo Annunziata, *“Le Società di investimento semplice prendono forma (e si rifanno il “look”): le ultime disposizioni del Decreto crescita”*, in *dirittobancario.it*, maggio 2019.
- (9) Maria Grazia Iocca, *“La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita”*, in *Le nuove leggi*, 2020.
- (10) In tal senso, Barcellona, *“La gestione collettiva del risparmio a seguito della direttiva Gefia”*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018.
- (11) Obblighi in materia di (i) adeguatezza patrimoniale, (ii) contenimento del rischio, (iii) informative da rendere al pubblico, (iv) governo societario, organizzazione amministrativa e contabile, (v) controlli interni ed (vi) esternalizzazioni delle funzioni operative importanti.
- (12) Andrea Arcangeli, Of Counsel, CMS Adonnino Ascoli e Cavasola Scamoni, *“Società di Investimento Semplice: riflessioni sugli orientamenti Banca d'Italia e Consob in consultazione”*, in www.dirittobancario.it, 15 maggio 2020.
- (13) Gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio e le società di gestione di tali organismi.
- (14) I requisiti richiesti consistono: totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro; fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro; fondi propri pari o superiori a 2 milioni di euro.
- (15) Analogamente sono da considerare clienti professionali di diritto i governi nazionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali, quali la Banca Mondiale, il fondo monetario internazionale, la Banca Centrale Europea.

(16) Ai fini della valutazione da parte dell'intermediario della competenza e della conoscenza dei clienti, devono essere soddisfatte almeno due dei seguenti requisiti: (i) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; (ii) il valore del portafoglio del cliente, inclusi i depositi in contante deve superare i 500.000 euro; (iii) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

(17) Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o Markets in financial instruments regulation (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto della precedente regolamentazione europea.
