

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Milano, 10 giugno 2014

Spett.le

Direzione IV del Dipartimento del Tesoro

Ministero dell'Economia e delle Finanze

Via XX Settembre, 97

00187 Roma

Oggetto: risposta alla consultazione pubblica avviata dal Dipartimento del Tesoro sullo schema di regolamento attuativo dell'articolo 39 del D.lgs. 24.2.1998, n.58 (TUF), concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio italiani

Premessa

AIFI, ringraziando per l'opportunità di confronto concessa nell'ambito della consultazione in oggetto, desidera proporre alcune considerazioni di carattere generale, nonché alcune richieste di chiarimento specifiche relative agli operatori specializzati nell'attività di private equity e venture capital.

Alcune precisazioni terminologiche

(i) definizione di "fondo" o "fondi"

Suggeriamo di rivedere i riferimenti nel testo alla definizione di "fondo" o "fondi" che dovrebbero essere, in taluni casi, sostituiti con quelli di "FIA" (definizione che ricomprende anche le SICAF): si fa in particolare riferimento agli art. 1 lett. p), 10.4, 14.4, 16.4 e 16.6.

(ii) "statuto" di SICAF

Lo schema di regolamento, nel richiamare la disciplina negoziale dei FIA, contiene numerosi riferimenti allo statuto delle società di investimento, ponendo tale documento sul medesimo piano del regolamento di gestione dei fondi. In realtà, questi documenti hanno natura giuridica e funzioni differenti nella definizione negoziale delle regole di funzionamento dei FIA di natura contrattuale (fondi) e di quelli di natura societaria (società di investimento, con particolare riguardo alle SICAF).

Il regolamento di gestione disciplina il funzionamento dei fondi nell'ambito di un rapporto contrattuale di cui sono parte gli investitori e il gestore. Il documento corrispondente, per i FIA di

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

natura societaria, non è lo statuto bensì il contratto di investimento, di cui sono parte necessaria tutti gli investitori (compresi quelli che acquistano le azioni in un secondo tempo, subentrando nella posizione giuridica del cedente in forza di un atto di adesione) e il gestore. Lo statuto della società di investimento contiene norme con efficacia *erga omnes* che disciplinano l'organizzazione sociale; come tale, deve essere coerente con il contratto di investimento, affinché gli impegni contrattuali assunti dagli investitori e dal gestore in forza del contratto di investimento possano avere piena attuazione (senza dar luogo a possibili responsabilità per amministratori e sindaci). Lo statuto non può tuttavia esser fonte di obbligazioni nei rapporti tra investitori e gestore e quindi non può assolvere tutte le funzioni del contratto di investimento. Questa struttura documentale dei FIA di natura societaria (contratto di investimento e statuto) non riflette solo una prassi ampiamente diffusa nel settore, ma risponde anche a solide motivazioni razionali, che possono riassumersi come segue:

- A. Il funzionamento di un FIA (contrattuale o societario) poggia su una serie di obbligazioni che investitori e gestore assumono per la disciplina dei propri rapporti. Queste obbligazioni – per citarne alcune: versamento degli impegni finanziari degli investitori (anche per la parte imputata a versamenti in conto capitale), gestione dei *default* degli investitori, istituzione e funzioni di comitati esterni all'ordinamento sociale (es. *advisory board*), disciplina delle situazioni di crisi (sospensione dell'attività di investimento, cessazione anticipata del periodo di investimento, sostituzione del *team* di gestione, etc.), limitazioni di responsabilità e manleve, etc. – possono trovare fondamento solo in un contratto tra gestore e investitori. Lo statuto pone le regole di organizzazione interna della società di investimento ed è fonte di doveri di organi sociali e soci che si collegano a dette regole; non può quindi essere la sede per disciplinare obbligazioni del gestore (non dei componenti degli organi sociali) nei confronti degli investitori, né materie esterne all'organizzazione sociale.
- B. La particolare forza vincolante (*erga omnes*) delle norme statutarie impone una tecnica redazionale che mal si concilia con la varietà e complessità delle situazioni che devono essere regolamentate nello schema di investimento di un FIA. La ricerca della massima flessibilità, per la disciplina del rapporto con gli investitori in conformità alle prassi di mercato, comporta la necessità di individuare uno strumento negoziale che non imponga limitazioni redazionali proprie degli statuti, affinché – fermo il rispetto delle norme di vigilanza – i gestori di FIA societari non siano ingiustificatamente svantaggiati rispetto a quelli dei FIA contrattuali.
- C. Lo statuto di un FIA societario deve essere pubblicato nel registro delle imprese. Se l'intera disciplina di un FIA dovesse essere contenuta nello statuto, ciò confliggerebbe con le esigenze di riservatezza proprie dei gestori e degli investitori di FIA le cui azioni non sono destinate ad essere offerte al pubblico. Anche in tal caso il trattamento dei gestori e degli investitori di FIA societari sarebbe, senza motivo, deteriore rispetto a quello riservato ai FIA contrattuali.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Si chiede quindi di sostituire i riferimenti allo statuto delle società di investimento con un termine di portata più ampia che comprenda l'insieme degli atti negoziali (incluso lo statuto) che contengono la regolamentazione dei FIA, in modo da prevenire letture potenzialmente limitative delle scelte degli operatori. In alternativa, il termine statuto potrebbe essere definito in modo ampio, come suggerito nelle proposte di modifica allo schema di regolamento qui allegate.

Art. 3 – Obblighi informativi per i FIA

Nel comma 1, lett. b) dell'art. 3 dello schema di regolamento è previsto l'obbligo di redazione di una relazione semestrale per ogni FIA gestito.

In proposito, si rileva che tale previsione non risulta essere contemplata nella normativa comunitaria. In attesa delle disposizioni attuative del D.Lgs. 44/2014, che chiariranno i contenuti delle relazioni annuale e semestrale, si evidenzia come la relazione annuale contemplata nella normativa comunitaria faccia riferimento all'intero esercizio di 12 mesi e richieda informazioni che in taluni casi postulano la chiusura dell'esercizio anche da parte delle società partecipate. Ciò premesso, la relazione semestrale sembra essere un duplicato della relazione annuale, peraltro di dubbia utilità ove nel semestre non siano disponibili informazioni aggiornate relativamente alle partecipate.

Ad ogni modo, qualora si volesse mantenere l'obbligo di redazione della relazione semestrale, si richiede di portare a 3 mesi il termine per la diffusione agli investitori.

Art. 4 – Oggetto dell'investimento

Si accoglie con favore l'apertura che viene introdotta per i FIA chiusi al comma 1, lettera e, riguardante la possibilità di utilizzare il patrimonio per concedere finanziamenti alle imprese, nel rispetto dei criteri prudenziali che verranno introdotti da Banca d'Italia. Si ritiene che tale apertura possa altresì agevolare la diffusione dei nascenti fondi di private debt e agevolare l'accesso delle imprese a nuovi canali di finanziamento.

D'altra parte, si suggerisce di esplicitare tale possibilità con una formulazione maggiormente chiara, che rispecchi il contenuto della relazione illustrativa allo schema di regolamento.

Art. 11 – Modalità di partecipazione ai FIA chiusi

Con riferimento al comma 1 della norma, in base al quale la sottoscrizione di quote o azioni di FIA chiusi può avvenire solo mediante il versamento di un importo corrispondente al valore delle stesse, si osserva che la possibilità di sottoscrizione mediante conferimento di beni merita riflessioni ulteriori.

In primo luogo, va notato che l'art. 35-bis, comma 5, del TUF sancisce l'inammissibilità di conferimenti in natura per le Sicav; per le Sicaf, invece, non si prevede un simile divieto e lo

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

stesso non è ricavabile neppure dalle norme del codice civile di cui il TUF esclude l'applicazione. Impedire la sottoscrizione di azioni di Sicaf mediante conferimenti in natura non sembra pertanto coerente con la volontà espressa dal legislatore della regolamentazione di questo organismo, che rientra nella nozione di FIA chiuso.

Inoltre, lo schema di regolamento tratta diversamente i FIA immobiliari (art. 12, comma 4) – operando quindi una distinzione nell'ambito dei FIA chiusi – e gli Oicr aperti (art. 9, comma 1). Queste differenze di trattamento non sembrano applicare, in tema di conferimenti in natura, una *ratio* comune ai vari casi considerati. In realtà, osservando la disciplina dei FIA immobiliari e degli Oicr aperti, il criterio ispiratore comune ai casi in cui sono ammessi i conferimenti in natura dovrebbe essere quello della presenza, nella normativa codicistica o in quella di settore, di presidi idonei a evitare dislocazioni di valore tra partecipanti che sottoscrivono le quote o le azioni di Oicr secondo modalità differenti. Sotto questo profilo, le tutele previste dagli artt. 2343 ss. del codice civile, applicabili alle Sicaf, devono ritenersi adeguate ed equivalenti a quelle previste dalle norme di settore. Si chiede quindi di rivedere il primo comma dell'art. 11 in conformità alle osservazioni che precedono.

Si chiede ancora di raccordare, al comma 2, la durata del periodo di raccolta delle sottoscrizioni con la notifica che dovrà essere effettuata alla Consob, ai sensi dell'art. 43 del TUF e delle relative disposizioni attuative (ancora non note). La nostra proposta è di far decorrere il termine di 24 mesi dalla data prevista dal regolamento o dallo statuto del FIA.

Si accoglie molto positivamente l'allungamento del termine di sottoscrizione dei FIA, considerate le difficoltà di raccolta del patrimonio legate all'attuale congiuntura di mercato.

Si chiede, d'altra parte, di esplicitare con maggiore chiarezza, in un comma separato, che la disposizione di cui al comma 3, secondo capoverso "Il regolamento o lo statuto del FIA può prevedere i casi in cui è possibile una proroga del termine di sottoscrizione non superiore a dodici mesi per il completamento della raccolta del patrimonio" si applichi in generale e non con specifico riferimento al caso di fondi che prevedono emissioni successive di quote.

Articolo 14 – FIA italiani riservati

Abbassamento della soglia di investimento minimo per gli investitori retail

Con riferimento all'art. 14, si apprezza la volontà di allineare la definizione di "investitori qualificati" – attualmente contemplata nel D.M. Tesoro 24 maggio 1999, n. 228 – con quella di "cliente professionale" di cui all'Allegato 3 del Regolamento Consob 29 ottobre 2007, n. 16190 in materia di intermediari, che consente che i FIA riservati possano essere sottoscritti da "investitori non professionali".

Tuttavia, l'approccio adottato, che prevede un "ticket" di ingresso, per gli investitori retail, pari a 500.000 Euro, non risolve le difficoltà – già rilevate da AIFI – legate alla "classificazione" come "clienti professionali" (privati) delle:

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

a) persone giuridiche che non abbiano almeno due dei tre requisiti previsti da Consob per essere considerati “imprese di grandi dimensioni” (i.e. 20 milioni di Euro di attivo in bilancio, 40 milioni di Euro di fatturato e 2 milioni di Euro di fondi propri);

b) delle persone fisiche che non abbiano almeno due dei tre requisiti previsti da Consob per richiedere ed ottenere la classificazione di “cliente professionale” (i.e. effettuazione in media di almeno 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri che precedono la sottoscrizione, portafoglio di strumenti finanziari superiore a 500.000 Euro ed esperienza nel settore finanziario per almeno un anno).

In altre parole, la definizione proposta **presenta simili difficoltà di applicazione ai clienti di fondi di private equity**, in quanto fa riferimento implicito ad un portafoglio individuale di dimensione troppo elevata.

Inoltre, sulla base di un’analisi di impatto di tale disposizione, si ritiene che la soglia individuata escluda un importante bacino di potenziali sottoscrittori.

Come rilevano alcune indagini empiriche, un portafoglio convenzionale composto da un mix di strumenti può mantenere costante il rendimento atteso, riducendo sensibilmente il rischio, allorché si introduca al suo interno una componente di investimenti alternativi, in particolare di private equity, tra il 3% e il 5%.

Sulla base di questo principio di diversificazione e dei dati raccolti da AIPB e Prometeia nel 2012, se fosse mantenuta la soglia minima di sottoscrizione individuale pari a 500.000 Euro, emerge che i privati per i quali l’investimento in private equity rappresenta tra il 3 e il 5% del patrimonio sarebbero quelli con ricchezza finanziaria superiore a 10 milioni di Euro. Di conseguenza, coloro che potrebbero investire in questa specifica categoria di investimento, sarebbero meno dell’1% del bacino dei potenziali investitori.

La ricchezza finanziaria privata per fascia di patrimonio

<i>Classi di patrimonio</i>	<i>Numero di famiglie (unità)</i>	<i>%</i>	<i>Patrimonio (mln Euro)</i>	<i>%</i>	<i>Patrimonio medio (mln Euro)</i>
0,5-1 milione di Euro	412.017	68%	293.064	33%	711
1-5 milioni di Euro	163.784	27%	316.111	36%	1.930
5-10 milioni di Euro	20.711	3%	134.505	15%	6.494
>10 milioni di Euro	7.883	1%	133.973	15%	16.996
Totale	604.395	100%	877.654	100%	1.452

Fonte: AIPB – Prometeia (2012)

Di converso, il mantenimento di tale soglia comporterebbe la perdita del 99% dei potenziali investitori individuali.

La soglia di ingresso individuata per il mercato domestico risulterebbe quindi escludere una quota di raccolta importante, in un momento, come quello attuale, caratterizzato dalla contrazione delle sottoscrizioni da parte degli investitori internazionali e da una scarsa allocazione da parte

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

degli investitori istituzionali italiani, quali i fondi pensione e le compagnie assicurative, che negli ultimi 7 anni hanno rappresentato, rispettivamente, in media il 10% e l'8% della raccolta complessiva del settore.

Risulta quindi essenziale mantenere e, possibilmente, incrementare il flusso di raccolta da parte degli investitori individuali, che nello stesso arco temporale è stato pari, in media, all'11% della raccolta complessiva effettuata sul mercato dagli operatori del settore.

Si suggerisce, pertanto, l'abbassamento di tale soglia a 100.000 Euro.

Tale proposta risulta coerente con l'impostazione dei Regolamenti EuVECA e EuSEF, che legittimano i gestori UE di fondi EuVECA e EuSEF (non autorizzati ai sensi della AIFMD) a commercializzare le quote /azioni di tali fondi anche nei confronti di investitori retail con un ticket di sottoscrizione almeno pari a 100.000 Euro.

Esenzione per i membri del team di gestione del fondo

Sempre con riferimento alla definizione di investitori non professionali e in relazione alla soglia di investimento minimo, si chiede di **prevedere una deroga per i membri del team di gestione**, visto che il loro apporto economico a sostegno dell'iniziativa, attraverso la sottoscrizione di quote del fondo, rappresenta, secondo una prassi consolidata a livello internazionale, un impegno richiesto e voluto dagli stessi investitori come meccanismo di allineamento degli interessi tra gestori e sottoscrittori.

A questo proposito, il rapporto IOSCO pubblicato a novembre 2010 sul tema "Private Equity Conflicts of Interest" vedeva l'investimento da parte del management nel fondo anche quale strumento di mitigazione del rischio di possibili conflitti di interesse.

Tra l'altro, **tale specifica prassi è riconosciuta anche dal Regolamento EuVECA** che, al Considerando 24, prescrive che *"dovrebbe essere prevista la possibilità di investimenti effettuati da dirigenti, direttori o dipendenti coinvolti nella gestione di un gestore di un fondo per il venture capital qualificato quando si tratta di investimenti nel fondo per il venture capital qualificato da essi gestito, disponendo tali individui delle necessarie conoscenze per aderire a siffatti investimenti"*.

Proprio per questo, l'art. 6, comma 2 dello stesso Regolamento stabilisce che le richieste in termini di quota minima di sottoscrizione e autodichiarazione non si applichino agli investimenti effettuati da alti dirigenti, direttori o dipendenti coinvolti nella gestione di un gestore di un fondo per il venture capital qualificato quando investono nei fondi per il venture capital qualificati da loro gestiti.

Si chiede pertanto, in analogia con quanto previsto per i fondi EuVECA, che rappresentano un sottoinsieme, dal punto di vista dell'oggetto di investimento, della categoria dei FIA mobiliari chiusi, l'inserimento di una specifica eccezione per i membri del team di gestione. Quanto alla formulazione dell'eccezione, si propone di parafrasare il Regolamento EuVECA, includendo

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

anche gli amministratori e i collaboratori del gestore (soprattutto con riferimento ai gestori di piccole dimensioni, infatti, i membri del team di gestione potrebbero avere un rapporto di amministrazione con la società, piuttosto che di lavoro subordinato).

Eliminazione del “diritto di ripensamento”

Sempre con riferimento al medesimo articolo, e in particolare alle disposizioni di cui al comma 2, lettera c), si sottolinea che la previsione appare ridondante rispetto ai presidi già previsti dalle disposizioni del TUF e dalle relative disposizioni di attuazione in materia di offerta “fuori sede” o “a distanza”. L’estensione di tale diritto di ripensamento anche ai casi di commercializzazione “in sede” non appare coerente con la ratio di tale disposizione (che è quella di tutelare l’investitore retail dall’effetto sorpresa). Si suggerisce pertanto l’eliminazione del comma c).

Da ultimo, si suggerisce una modifica della lettera b) del medesimo comma 2, nella parte in cui si dispone che la dichiarazione dell’investitore non professionale debba essere resa in un “documento separato dal contratto”. Per esigenze operative delle SGR sarebbe infatti importante prevedere che tale dichiarazione possa essere resa nel “modulo di sottoscrizione”.

Riformulazione del “divieto di frazionamento”

Il nuovo comma 7 sembrerebbe vietare quei trasferimenti *inter vivos* che abbiano l’effetto di aggirare il limite minimo di investimento per investitori retail di cui al comma 2, lett. a). Appare non coerente con tale impostazione prevedere un divieto di frazionamento di quote, che tipicamente hanno un valore nominale inferiore a tale limite minimo di investimento.

Si osserva che il comma 6 già impone ai gestori di verificare che eventuali cessionari di quote siano investitori professionali ovvero, nel caso di investitori retail, abbiano le caratteristiche di cui al comma 2. Ciò considerato, il comma 7 potrebbe essere riformulato nel senso di vietare trasferimenti per effetto dei quali gli investitori retail mantengano investimenti nel FIA di ammontare inferiore alla soglia minima di cui al comma 2, lett. a).

Facoltà di investire il patrimonio in beni diversi da quelli previsti dall’art. 4

Poiché la categoria dei FIA italiani riservati sostituisce sia quella degli attuali Oicr riservati a investitori qualificati che quella degli Oicr speculativi, si ritiene opportuno mantenere, alle condizioni di seguito specificate, la possibilità di investire il patrimonio di questi FIA in beni diversi da quelli indicati nell’art. 4, comma 1, dello schema di regolamento. In tal caso la sottoscrizione dovrebbe essere riservata ai soggetti la cui soglia di investimento è pari ad almeno 500.000 Euro.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Art. 16 – Esperti indipendenti

Si chiede che, nell'ambito della formulazione dell'articolo, ovvero del nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, di cui è attesa la pubblicazione in consultazione, **si espliciti che l'obbligo del ricorso a tale figura**, richiesto da Banca d'Italia per supportare i gestori nella valutazione dei beni non negoziati in mercati regolamentati, **non si applica alla gestione di fondi di private equity**.

L'estensione dell'obbligo di perizia previsto per i fondi immobiliari ai fondi di private equity comporterebbe un costo aggiuntivo a carico dei sottoscrittori, senza offrire alcun contributo informativo aggiuntivo a tutela dei loro interessi. Gli stessi investitori di FIA mobiliari riservati, infatti, richiedono che il management team si renda responsabile di un best judgement sulla valorizzazione del portafoglio e sull'andamento delle partecipazioni, basato sulle risultanze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società partecipate, e coerente con i criteri stabiliti dalla prassi professionale internazionale (*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*). In tal senso, lo specifico ruolo e competenza del management nella valutazione dell'azienda costituiscono già un importante presidio organizzativo.

Si consideri, inoltre, che il sistema dei controlli all'interno delle società di gestione di fondi di private equity prevede attualmente la verifica periodica, da parte della funzione di risk management, delle metodologie di valutazione applicate dal management team, nonché della loro aderenza agli standard internazionali del settore ai fini della loro validazione. Gli esiti di tali verifiche sono riportate direttamente al Consiglio di Amministrazione con un'informativa specifica.

La funzione di risk management, tra l'altro, è, in alcuni casi, rappresentata da unità interne alla SGR, distinte da quelle di gestione, la cui collocazione nella struttura organizzativa presenta le caratteristiche di indipendenza richieste dalla Direttiva AIFM all'art 19 e all'art. 67 del Regolamento UE n. 231/2013.

Pertanto, è opportuno che sia mantenuta la discrezionalità che la Direttiva prevede nella scelta tra un valutatore esterno o interno.

Si ricordi, da ultimo, che i rendiconti di gestione dei fondi sono soggetti ad un giudizio da parte della società di revisione della SGR che li gestisce. Nell'ambito di tale giudizio, le valutazioni sull'andamento del portafoglio effettuate dal gestore sono soggette ad una forma indipendente di certificazione.

Art. 18 – Disposizioni transitorie

Le disposizioni transitorie devono tenere conto, tra l'altro, dell'art. 15, comma 4, del D. Lgs. 44/2014, a norma del quale (a) gli Oicr italiani riservati a investitori qualificati e gli Oicr italiani speculativi come definiti dal D.M. 228/1999 "*si considerano FIA italiani riservati* " ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. m-*quater*, del TUF come modificato dal D. Lgs. 44/2014 e (b) le quote

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

o azioni di detti Oicr possono essere commercializzate, dalla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del D. Lgs. 44/2014, esclusivamente nei confronti delle categorie di investitori indicate nell'art. 14 dello schema di regolamento. In sostanza, la norma primaria citata non prevede, per gli Oicr italiani riservati e speculativi esistenti alla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del D. Lgs. 44/2014, alcun obbligo di adeguamento alle disposizioni del nuovo regolamento ministeriale che definiscono il regime dei FIA italiani riservati, fatta eccezione per quanto indicato *sub* (b) (commercializzazione).

Considerando anche le restanti disposizioni dello schema di regolamento, con particolare riguardo a quelle che riflettono obblighi di condotta dei gestori fondati sulla direttiva AIFM (nella misura in cui essi si traducano in disposizioni dello schema di regolamento più rigorose di quelle del D.M. 228/1999), si osserva che la disciplina delle materie delegate al regolamento ministeriale appare, dai contenuti dello schema in esame, meno severa di quella prevista dal D.M. 228/1999, con le sole eccezioni:

- del regime dei FIA italiani riservati, per il quale valgono le osservazioni che precedono;
- della disciplina delle deroghe ai divieti di cui al nuovo art. 10, comma 4, limitatamente alla posizione dei FIA immobiliari.

Alla luce di quanto precede, e tenuto conto dell'art. 18 dello schema di regolamento, il quadro di riferimento delle norme transitorie sembra potersi riassumere come segue:

- (i) dalla data di entrata in vigore del nuovo regolamento ministeriale, le relative disposizioni trovano applicazione a tutti gli Oicr di successiva istituzione;
- (ii) da tale data, gli Oicr precedentemente istituiti:
 - (a) devono, nel caso dei FIA riservati, limitare la commercializzazione delle proprie quote o azioni alle categorie di investitori indicati nell'art. 14 del regolamento;
 - (b) possono modificare i propri regolamenti (fondi) o altri documenti costitutivi (società di investimento), in conformità alle regole del proprio ordinamento interno (quindi con il previo consenso degli investitori, se richiesto e nelle forme previste), per adeguare gli stessi alle nuove disposizioni (es. proroga del periodo di sottoscrizione, vendite o acquisti di beni in conformità alle previsioni dell'art. 10, comma 5, del regolamento ministeriale, etc.), essendo inteso che, ove l'applicazione delle nuove disposizioni non sia preclusa da alcuna previsione dei regolamenti o altri documenti costitutivi, le stesse si intendono applicabili senza necessità di alcuna modifica di detti documenti;
- (iii) dalla data di entrata in vigore delle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'art. 6, comma 2-*bis*, del TUF, i FIA immobiliari attualmente esistenti devono adeguarsi alle nuove norme previste dall'art. 10, commi 4 e 5, dello schema di regolamento ministeriale.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Con l'occasione, si ritiene opportuno segnalare che, in assenza delle disposizioni della Banca d'Italia e della Consob emanate ai sensi dell'art. 6, comma 2-*bis*, del TUF, **l'adozione delle misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della direttiva AIFM risulta gravemente ostacolato dalla mancanza di un quadro normativo chiaro e completo**. Poiché è prevedibile che tali disposizioni saranno emanate dopo il termine del 22 luglio 2014, attualmente previsto da diverse disposizioni dell'art. 15 del D. Lgs. 44/2014, occorre **considerare soluzioni che non rendano le attività di adeguamento a carico dei gestori frammentarie e ingiustificatamente gravose**, per la difficoltà di avere un quadro certo e organico delle norme che si ritiene debbano essere rispettate entro la data del 22 luglio 2014 e per la necessità di ulteriori misure di adeguamento successive all'emanazione delle disposizioni attuative del D. Lgs. 44/2014 delegate alla Banca d'Italia e alla Consob. Su questi temi, la nostra associazione si riserva di presentare una separata nota.