



**SAPIENZA**  
UNIVERSITÀ DI ROMA

DOTTORATO DI RICERCA IN AUTONOMIA PRIVATA, IMPRESA, LAVORO E TUTELA DEI DIRITTI NELLA  
PROSPETTIVA EUROPEA ED INTERNAZIONALE

DIRITTO COMMERCIALE E DELL'ECONOMIA  
XXX CICLO

## **Profili di responsabilità civile nella gestione di OICR contrattuali**

GIUSEPPE AVERARDI

A.A. 2017/2018



# INDICE

## PIANO DELL'INDAGINE

### CAPITOLO I GLI OICR CONTRATTUALI: FUNZIONE E STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

1. Il quadro normativo di riferimento in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio: i diversi modelli organizzativi
2. La nozione di OICR contrattuale prevista nel nostro ordinamento e le caratteristiche della gestione collettiva
  - 2.1. La raccolta di capitali tra una pluralità di investitori mediante emissione di quote del fondo
    - 2.1.1. (*Segue*). Le quote del fondo: caratteristiche
  - 2.2. La politica di investimento predeterminata e il "rendimento aggregato"
  - 2.3. La gestione in monte e in autonomia dai partecipanti
3. Categorie e tipologie di fondi comuni d'investimento: la diversificazione dell'attività di gestione sulla base della tipologia del fondo
4. La qualificazione giuridica dell'OICR contrattuale
  - 4.1. (*Segue*). Il fondo come patrimonio privo di soggettività giuridica
5. La posizione dei partecipanti e il rapporto con la SGR

### CAPITOLO II L'ATTIVITÀ DI GESTIONE E LE REGOLE DI CONDOTTA DELLA SGR

1. Il regime del gestore e il potere-dovere di amministrare l'OICR contrattuale
  - 1.2. (*Segue*). L'oggetto dell'attività e l'articolazione organizzativa del servizio
2. I limiti alla discrezionalità del gestore: gli *standard* di condotta e di organizzazione nella prestazione del servizio di gestione collettiva
  - 2.1. L'obbligo di gestire il fondo secondo diligenza, correttezza e trasparenza

- 2.2. I conflitti di interesse e l'equo trattamento degli OICR gestiti
- 2.3. Le misure organizzative a salvaguardia dei diritti dei quotisti e le procedure di prestazione efficiente del servizio
3. Criteri generali e responsabilità della SGR (cenni e rinvio)

### CAPITOLO III

#### LA RESPONSABILITÀ CIVILE PER I DANNI ARRECATI AL FONDO COMUNE D'INVESTIMENTO E AI PARTECIPANTI

#### SEZIONE I

##### LA RESPONSABILITÀ DEL DEPOSITARIO

1. Considerazioni preliminari
2. L'attività esecutiva e di controllo del depositario: l'affidamento dei beni di OICR
  - 2.1. La delega delle funzioni di custodia, la sub-delega e il sub-deposito
3. La responsabilità del depositario verso la SGR e verso i partecipanti al fondo

#### SEZIONE II

##### LA RESPONSABILITÀ DELLA SGR E DEI PROPRI ORGANI

1. Fondamento e funzione della responsabilità della SGR per la gestione di OICR contrattuali
  - 1.1. (*Segue*). Le principali pratiche illecite del gestore di *investment funds*
2. L'azione di responsabilità verso la SGR ex art. 36, comma 3, TUF. Le opposte teorie prospettate in merito all'oggetto della domanda
3. L'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e degli organi di controllo della SGR per i danni arrecati all'OICR gestito

SINTESI DEI RISULTATI DELLA RICERCA

INDICAZIONI BIBLIOGRAFICHE

## PIANO DELL'INDAGINE

Il presente contributo, muovendo da un'analisi complessiva del fenomeno "gestione collettiva di OICR contrattuali" e della sua disciplina attuale (così come delineatasi nel nostro ordinamento a seguito della recente evoluzione normativa europea in materia), affronta alcuni profili problematici inerenti il tema – centrale nell'attuale assetto della regolazione del mercato del risparmio gestito – della responsabilità civile nello svolgimento della prestazione del servizio di gestione di OICR contrattuali.

Nello specifico, la ricerca si sviluppa in tre capitoli.

Nella prima parte del lavoro, dopo aver indagato – anche in un'ottica di comparazione – quali siano, in concreto, i molteplici schemi organizzativi e modelli in cui è strutturata (e può articolarsi) l'operazione finanziaria di investimento in fondi comuni, si esamina la posizione giuridica dei diversi soggetti coinvolti, cercando di qualificare i loro reciproci rapporti. In tal modo, si evidenzia, in primo luogo, che i due schemi di OICR previsti in Italia (contrattuale e statutario), possono presentare, in concreto, diversi punti di convergenza. Inoltre, emerge che tutta la disciplina degli OICR risulta basata su un approccio spiccatamente funzionale, diretto al perseguimento degli obiettivi di politica legislativa europea.

La ricerca procede, quindi, con un'analisi delle dinamiche attraverso cui si esplica il servizio di gestione di OICR contrattuali e delle stringenti regole di condotta gravanti sui soggetti istituzionalmente preposti alla gestione del patrimonio collettivo.

Nell'ultimo capitolo, diviso in due sezioni, si affronta, nello specifico, il tema della responsabilità del depositario e della SGR nei confronti dei partecipanti, avendo riguardo, in particolare, a due ipotesi: condotte illecite che integrino un danno diretto alla posizione contrattuale del partecipante; condotte illecite (della SGR) che arrechino un danno diretto al fondo e un danno riflesso (da svalutazione della quota) al partecipante. In tale contesto, i problemi più delicati riguardano proprio il caso in cui la SGR – operando in violazione delle suddette regole di condotta, o dei criteri e limiti di investimento e di ripartizione del rischio previsti dalla normativa primaria e secondaria, o ancora, di quanto stabilito nel regolamento del fondo – compia atti direttamente lesivi del fondo e indirettamente lesivi della posizione del quotista.

Si è cercato, quindi, di indagare le cause di tali problematiche e di proporre possibili soluzioni, richiamate nella sintesi dei risultati della ricerca.

Il lavoro è da intendersi aggiornato al 25 gennaio 2018.



CAPITOLO I  
GLI OICR CONTRATTUALI: FUNZIONE E STRUTTURA  
DELL'OPERAZIONE

**1. Il quadro normativo di riferimento in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio: i diversi modelli organizzativi**

La nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR), così come l'impianto generale della disciplina in materia di gestione collettiva, trae oggi la propria origine dall'ordinamento comunitario, il quale, come ampiamente noto, è venuto articolandosi nel tempo in due discipline di vertice, parallele l'una all'altra.

Da un lato, la disciplina più risalente, rappresentata dall'originaria Direttiva 85/611/CEE<sup>1</sup> (Direttiva "UCITS I") e dalle sue successive modifiche ed integrazioni (impianto normativo UCITS, il quale disciplina e identifica gli OICR cd. "armonizzati", sottoposti a tale regime normativo)<sup>2</sup>. Dall'altro lato, quella più recente, rappresentata dalla Direttiva 2011/61/UE, ("Direttiva AIFM" o "AIFMD", in materia di gestori di fondi alternativi GEFIA), relativa ai cd. "OICR alternativi", individuabili per difetto in tutti quegli OICR che non rientrano nell'ambito della normativa UCITS<sup>3</sup>. La

---

<sup>1</sup> Direttiva concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Le modalità di esecuzione della direttiva 85/611/CEE sono contenute nella Direttiva della Commissione europea 2007/16/CE.

<sup>2</sup> L'acronimo UCITS, come noto, significa *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*, ed in italiano è stato tradotto con l'acronimo OICVM (Organismo di Investimento Collettivo in valori mobiliari), il quale individua, appunto, tutti quegli OICR di tipo aperto e armonizzato rientranti nell'ambito di applicazione della normativa UCITS.

<sup>3</sup> Per un'analisi approfondita della direttiva AIFM, cfr. D.A. ZIETSCHÉ, *The alternative Investment Fund Managers Directive*, *Kluwer Law International*, 2015, 1 ss.; nella dottrina italiana, E. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2011, 1181 ss.; A. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. Impr.*, 2011, 604 ss.; E. SCHIAVELLO, *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in *Sfef*, 2014, 43 ss.; V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2015, 346 ss. Per quanto concerne il problema dei rapporti tra la normativa interna (primaria e secondaria) e la AIFMD, v., R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal Tuf*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014, 383 ss. Anche il quadro normativo recentemente previsto dalla AIFMD è stato poi implementato e

Direttiva 85/611/CEE ha conosciuto, nel tempo, diversi aggiornamenti successivi, ed è stata trasfusa, con la cd. Direttiva UCITS IV del 13 gennaio 2009, in un nuovo testo normativo (Direttiva 2009/65/UE)<sup>4</sup>.

L'ultimo degli aggiornamenti intervenuto nella normativa UCITS, è rappresentato dalla recente Direttiva 2014/91/UE del 23 luglio 2014 (Direttiva cd. "UCITS V")<sup>5</sup>, la quale ha modificato, ma non sostituito, la precedente Direttiva UCITS IV; il che, impone un'analisi congiunta delle due direttive<sup>6</sup>.

In particolare, le nuove regole previste dalla UCITS V, rafforzano considerevolmente la tutela degli investitori innovando alcune disposizioni della normativa UCITS relative, in particolare, al regime del depositario (doveri e responsabilità), alle politiche remunerative del gestore e alle

---

integrato da una serie di regolamenti di secondo grado, in particolare: dal Regolamento delegato 231/2013/UE (d'ora in avanti, anche "Reg. AIFM") in materia di deroghe, depositari, leva finanziaria, trasparenza e vigilanza; dal Reg. Ue n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital ("EuVeCa"); dal Reg. Ue 346/2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale ("EuSef"); dal Reg. Ue n. 760/2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine ("ELTIF"); dal Reg. delegato n. 694/2014 che detta criteri di distinzione tra FIA aperti e chiusi; dai Reg. Ue di esecuzione nn. 447 e 448 del 2013 in materia, rispettivamente, di procedura applicabile ai GEFIA sotto soglia che intendano richiedere un'autorizzazione piena e di procedura di determinazione dello Stato Membro di riferimento per GEFIA non-UE.

<sup>4</sup> La direttiva UCITS è stata, infatti, più volte modificata nel corso degli anni, al fine di adeguarla alla progressiva evoluzione dei mercati finanziari. La prima importante opera di revisione si è avuta nel 2001 con la Direttiva 2001/107/CE (c.d. Direttiva gestore - "UCITS I") e con la Direttiva 2001/108/CE (c.d. direttiva Prodotto - "UCITS III", sulle quali, v., M. DESIDERIO, «*Ucits III*»: la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav, in *Dir. banc.*, 2004, 105 ss.). Il 13 luglio 2009 è stata adottata la Direttiva 2009/65/CE (c.d. direttiva UCITS IV) che, mediante la tecnica della c.d. rifusione, ha abrogato la Direttiva UCITS 85/611/CEE con effetto dal 1° luglio 2011.

<sup>5</sup> La nuova direttiva è entrata in vigore il 17 settembre 2014 e gli Stati membri avevano tempo fino al 18 marzo 2016 per adottare le necessarie disposizioni di recepimento. In Italia tale opera di attuazione è avvenuta, tardivamente, con il d.lg. n. 71 del 18 aprile 2016.

<sup>6</sup> Nel momento in cui si scrive, peraltro, è già in corso il processo legislativo che dovrebbe condurre all'emanazione di una sesta versione della Direttiva (UCITS VI). Il processo, tuttavia, appare al momento fermo ad una fase iniziale. Cfr., sul punto, il Documento di consultazione della Commissione UE del 26 luglio 2012, al quale ad oggi non hanno fatto seguito ulteriori iniziative. Per ulteriori spunti ricostruttivi v., N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, 204 ss.



sanzioni amministrative<sup>7</sup>.

Pertanto, già a livello europeo, il quadro normativo sulla gestione collettiva si presenta come estremamente frammentato e caratterizzato, a livello di vertice, dalla bipartizione tra la normativa UCITS che regola gli OICR armonizzati (in Italia, "OICVM") e la normativa di cui alla AIFMD che disciplina tutti quegli OICR che, per caratteristiche, non rientrano nell'ambito UCITS, e sono, quindi, identificati come alternativi (cd. FIA)<sup>8</sup>. Il quadro normativo europeo in materia risulta, inoltre, caratterizzato dall'emanazione – a valle delle Direttive UCITS (e successive modifiche) e della Direttiva AIFM – di numerose misure di secondo livello e di fonti secondarie di vario genere<sup>9</sup>.

Tenendo in considerazione gli "organismi" oggetto delle rispettive discipline, la normativa UCITS era ed è rimasta limitata, nel tempo, a regolare solamente alcune tipologie di organismi di investimento collettivo di tipo aperto: quelli, in particolare, che soddisfano tutti i parametri ed i criteri previsti inizialmente dalla stessa Direttiva 85/611/CEE (oggi, Direttiva 65/2009/UE) come via via modificata<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Appare interessante segnalare che nel redigere il progetto di riforma, la Commissione ha allineato il regime UCITS con quello della AIFMD (la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui GEFIA, i gestori di fondi di investimento alternativi) con l'evidente scopo di armonizzare e snellire la regolamentazione UE sul risparmio gestito; estendendo le garanzie previste dalla AIFMD per gli investitori professionali anche ai fondi UCITS, destinati anche agli investitori cd. *retail*. L'obiettivo di fondo, a livello europeo, sembra essere quello di giungere nel tempo ad un quadro comune di riferimento che regoli unitariamente in un unico corpus normativo tanto i prodotti armonizzati (UCITS) quanto i prodotti alternativi (OICR alternativi).

<sup>8</sup> A differenza delle direttive UCITS, la Direttiva AIFMD non regola il prodotto-OICR, ma detta regole riguardanti la struttura, il funzionamento e le modalità operative del soggetto (GEFIA) che gestisce gli OICR alternativi.

<sup>9</sup> Oltre alle Direttive ed ai Regolamenti UE di secondo grado, la disciplina risulta, infatti, arricchita da una enorme varietà di atti emanati dalle varie Autorità di settore (in particolare, da parte dell'ESMA), di non facile inquadramento a livello normativo: standard tecnici, linee guida, Q&A, decisioni. Sulla estrema varietà di fonti e atti che caratterizzano attualmente il diritto europeo del mercato dei capitali, cfr., M. LAMANDINI - D. RAMOS MUNOZ, *Eu financial law. An introduction*, Milano, 2016, 19 ss. Evidenzia i rischi di frammentarietà e incoerenza insiti nell'attuale quadro normativo sulla gestione collettiva, così come venuto delineandosi oggi, N. MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 195 ss., il quale parla di regolamentazione ipertrofica.

<sup>10</sup> Gli OICR armonizzati (UCITS o OICVM), per essere considerati tali e rientrare nella disciplina UCITS devono infatti rispettare diverse caratteristiche relative, ad

In questo senso, lo stesso acronimo con il quale si identifica la richiamata disciplina (UCITS o OICVM), identifica uno specifico prodotto nell'ambito del più ampio genere della gestione collettiva, connotato da peculiari tratti strutturali e di funzionamento particolarmente tutelanti per i partecipanti l'OICR e che lo rendono, quindi, particolarmente appetibile per la categoria di investitori cd. *retail*. Il che, risponde alla funzione storica di tale tipologia di OICR: gli OICVM (*ie*: fondi aperti armonizzati), infatti, sono stati concepiti fin dalla loro introduzione nel mercato del risparmio gestito europeo come prodotti finanziari destinati ad un pubblico allargato e idonei a fungere da strumento di accumulazione del risparmio diffuso da impiegarsi su larga scala<sup>11</sup>.

L'impostazione adottata con la Direttiva AIFM è stata invece opposta: ribaltando l'approccio seguito con l'emanazione della normativa UCITS, il legislatore europeo ha disciplinato il soggetto gestore (GEFIA) e non il prodotto, il quale viene identificato addirittura in via negativa rispetto alla normativa UCITS. Come accennato, rientrano quindi nel perimetro della normativa tutta quella costellazione di OICR cd. alternativi (siano essi di tipo aperto, chiuso, "misto", ecc.), non rientranti per tipologia e caratteristiche nella nozione di OICVM (e quindi, nell'ambito della normativa UCITS).

Lo "strumento" OICR si è rivelato essere estremamente duttile e idoneo ad essere utilizzato per tipologie di investimento e scopi affatto diversificati (strumenti finanziari, partecipazioni sociali, immobili, *commodities*, crediti, strumenti derivati, opere d'arte, ecc.). D'altra parte, grande merito del successo di tale prodotto deriva, in larga parte, dall'ampia possibilità concessa al gestore di istituire e modellare la struttura degli OICR in modo che gli stessi siano più adatti al tipo di operazione di investimento cui sono diretti. Il che, peraltro, rende difficile categorizzare, per lo meno in maniera rigida, tutti i possibili tipi di OICR, soprattutto contrattuali, operanti sul mercato; in questo senso, nell'attuale panorama del mercato del risparmio gestito, si rinviene una varietà di tipologie di OICR fondi comuni d'investimento sempre più sofisticati e caratterizzati da meccanismi di

---

esempio: alla periodicità minima del meccanismo del rimborso (in ciò ravvisandosi il carattere aperto dell'OICR); ai criteri di ripartizione del rischio; ai criteri di diversificazione del portafoglio; alle possibili attività e ai beni oggetto di investimento e disinvestimento.

<sup>11</sup> Cfr., sul punto, le considerazioni ancora pienamente valide di G. ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di PG. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, 5 ss.; nonché, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, 4.

gestione e funzionamento peculiari<sup>12</sup>.

Ciò posto, tenendo presente che, in concreto, nei vari ordinamenti europei e nella prassi operativa sono presenti molteplici modelli organizzativi, i quali non consentono un inquadramento agevole di tutte le varie forme giuridiche nelle quali si articolano (o possono articolarsi) gli organismi di investimento collettivo<sup>13</sup>, è tuttavia possibile rinvenire due schemi “di base”: il modello contrattuale (OICR contrattuali) e il modello societario (OICR statutari).

In termini generali, il modello contrattuale prevede l’istituzione dell’OICR sotto forma di un contratto di investimento che lega gli investitori ad un soggetto gestore di un determinato patrimonio separato. Più precisamente, l’OICR contrattuale si configurerebbe come patrimonio: (i) consistente in un complesso di beni ed elementi attivi funzionalmente collegati tra loro in quanto oggetto e strumento dell’attività di gestione; (ii) distinto da quello del gestore e sottoposto a peculiari regole di separazione; (iii) privo, per lo meno tendenzialmente, di un’organizzazione corporativa tipica delle forme societarie e comunque tale da consentire l’attribuzione della soggettività/personalità giuridica. Il modello societario (o statutario), invece, è astrattamente riconducibile agli schemi societari (in genere delle società azionarie) i quali vengono profondamente modificati per ovviare ai connessi problemi della variabilità del capitale e gli ulteriori profili di

---

<sup>12</sup> Si consideri, infatti, la tendenza del mercato europeo e nazionale del risparmio gestito a configurare prodotti e modalità operative tendenti a “sovrapporre” le categorie di OICR formalmente previste a livello europeo, con evidente ridimensionamento della categorizzazione legale. In questo senso, sono stati identificati con il termine “NEWCITS” quegli OICVM che, pur rispettando formalmente il quadro normativo UCITS, adottano in realtà tecniche di gestione tipiche dei FIA (Cfr. sul punto, N. PATASSI, *The Alternative UCITS Investment Trend: Reasons and Consequences*; reperibile su SSRN; W.T.O. LYONS, *Are Newcits the Future of Hedge Funds or Does the AIFM Directive Provide a More Attractive Framework for Hedge Fund Managers and Investors?*, reperibile su SSRN). Inoltre, diffusa è anche la tendenza di istituire OICR contrattuali che presentano una combinazione degli elementi tipici sia delle forme di tipo chiuso che di quelle di tipo aperto (sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 109 ss. e 122).

<sup>13</sup> Si consideri, infatti, che nei diversi Stati membri dell’Unione sono presenti schemi non sempre analoghi. A titolo esemplificativo, oltre allo schema di base del fondo comune di investimento “contrattuale” e allo schema societario, infatti, sono talvolta previste forme organizzative diverse, quali quelle dell’*investment trust* e della *partnership* (secondo quanto previsto, ad esempio, nel Regno Unito, ed in Irlanda). Al contempo, le caratteristiche dei prodotti possono variare moltissimo, e dipendono dalla politica di investimento, dal profilo di rischio dell’OICR, dal suo essere “riservato” o meno a investitori professionali ecc.

funzionamento del fenomeno; in tal caso, l'OICR consisterà nel patrimonio stesso della società.

Limitando, per il momento, l'attenzione all'assetto normativo italiano, a seguito del recepimento in Italia della Direttiva UCITS IV e, soprattutto, della Direttiva AIFM<sup>14</sup>, l'intera disciplina sulla gestione collettiva del risparmio (così come prevista dal TUF e, più nel dettaglio, dalla normativa secondaria<sup>15</sup>), è stata oggetto di una revisione complessiva, la quale ha comportato, tra l'altro, una ridefinizione delle forme e delle tipologie di OICR previste nel nostro ordinamento. A livello di vertice, il fondo comune d'investimento rimane l'unica forma di OICR di tipo contrattuale; le SICAV e le SICAF rappresentano, invece, le due possibili ipotesi di OICR istituiti in forma societaria (OICR statutari)<sup>16</sup>.

Come ben noto, lo schema contrattuale prevede, nella sua articolazione strutturale, l'intervento di tre soggetti/centri d'imputazione soggettivi: gli investitori, che fanno confluire capitali al fondo comune; la SGR, la quale istituisce e gestisce il fondo; il depositario, che materialmente detiene e

---

<sup>14</sup> La cui implementazione è avvenuta, come noto, ad opera del d. lg. n. 44 del 2014.

<sup>15</sup> Anche nella materia di cui si tratta, infatti, il Testo Unico della Finanza ha realizzato una notevole delegificazione della materia, limitandosi a regolare i criteri generali per la disciplina delle gestioni collettive e rimettendo alla normativa secondaria la definizione delle modalità operative che coinvolgono gli organismi di investimento collettivo e dei profili relativi alla vigilanza prudenziale. A livello secondario, la materia risulta oggi regolata, a seconda dei molteplici aspetti che la riguardano: dal Regolamento sulla Gestione Collettiva adottato dalla Banca d'Italia in data 14 aprile 2005 (d'ora in poi: "Reg. Gestione Collettiva" o "RGC"); dal Regolamento Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007 (d'ora in poi, anche "Reg. Inter."); dal Regolamento Congiunto Consob – Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 (d'ora in poi, anche "Reg. Cong."); dal Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 (d'ora in poi, anche "Reg. Emitt."). Per una ricostruzione analitica delle tappe che hanno progressivamente disegnato la disciplina della gestione collettiva del risparmio in Italia fin dalla emanazione della legge n. 77 del 1983, (Istitutiva dei fondi comuni d'investimento mobiliari) cfr., tra i molti, R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, X, Torino, 1993, 139 ss.; M. GRECO, *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2005, 143 ss.

<sup>16</sup> Per evidenti ragioni di sistema, non sono mai stati introdotti, invece, altri schemi organizzativi di OICR diffusi negli altri Stati membri, quali, in particolare, il *trust* e la *partnership*. Gli stessi, tuttavia, virtù del meccanismo del mutuo riconoscimento, possono in concreto circolare anche nel nostro ordinamento finanziario. Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>8</sup>, Torino, 2015, 215.

custodisce le attività che costituiscono il (e sono compendiate nel) patrimonio collettivo.

## **2. La nozione di OICR contrattuale prevista nel nostro ordinamento e le caratteristiche della gestione collettiva**

In un'ottica di razionalizzazione complessiva e di allineamento alla disciplina comunitaria, il recepimento della direttiva 2011/61/UE ha comportato una revisione complessiva del sistema di definizioni previsto nel TUF, il quale ha inciso anche sulla nozione di OICR contrattuale ("*fondo comune d'investimento*") prevista nel nostro ordinamento.

In passato, infatti, lo stesso era definito all'art. 1, comma 1, lett. j), TUF, come "il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi". La definizione, particolarmente articolata, conteneva tutti i caratteri generali dell'istituto e ne configurava, *in nuce*, i tratti qualificanti<sup>17</sup>.

Di contro, il fondo comune è attualmente definito, sempre all'art. 1, comma 1, lett. j), TUF – così come modificato dall'art. 1, d.lgs. 4 marzo 2014 – come "l'OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore".

Ad una prima analisi, quindi, l'attuale disposizione sembrerebbe caratterizzarsi – rispetto alla definizione di cui alla norma previgente – per un contenuto estremamente semplificato e una radicale riduzione degli elementi caratterizzanti la fattispecie. In realtà, come vedremo a breve, il recepimento della AIFMD non ha comportato un così radicale mutamento di prospettiva; infatti, ad eccezione dell'inciso, non riproposto, per cui le

---

<sup>17</sup> Per un'analisi approfondita della precedente nozione, cfr. per tutti, E. RIGHINI, *Art. 1*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, 36 ss.; V. TROIANO, *Art. 36*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 568; M. MIOLA - F. BRIOLINI, *art. 36*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 1999, 318 ss.; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, III, Padova, 2009, 548 ss.; F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010; E. NTUK, *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm. agg.*, 2000, 335; A. TUCCI, *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, Milano, 2011, 414 ss.; M. GRECO, *Attività ed autorizzazione*, cit., 143.

quote del fondo sono “di pertinenza di una pluralità di partecipanti”, gli ulteriori tratti distintivi dell’istituto (un tempo raccolti nella medesima definizione) devono essere ricavati dalle definizioni di “OICR” (nozione che ricomprende, come visto, tutti i possibili modelli organizzativi della gestione collettiva) e di “gestione collettiva del risparmio” di cui al medesimo art. 1, comma 1, TUF.

In particolare, l’art. 1, comma 1, lett. n), TUF, stabilisce che per “gestione collettiva del risparmio” si intende, “il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi”; intendendosi per OICR sulla base dell’art. 1, comma 1, lett. k), TUF, “l’organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l’emissione e l’offerta di quote o azioni, gestito in monte nell’interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell’OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”.

Si tenga presente, inoltre, che, la nozione generale di OICR prevista nel nostro ordinamento risulta, oggi, modellata su quella prevista dalla Direttiva 2011/61/UE, così come ulteriormente specificata, a livello interpretativo, dalle Linee Guida dell’ESMA (mentre invece si discosta dalla definizione di OICVM di cui alla Direttiva 2009/65/UE<sup>18</sup>).

---

<sup>18</sup> Si tenga presente, infatti, che ai sensi dell’art. 1, comma 2, Direttiva 2009/65/UE, è prevista una definizione specifica di OICVM, la quale, coerentemente con l’ambito di applicazione della normativa in cui è inserita, reca puntuali riferimenti al carattere aperto, al principio di diversificazione dei rischi e alle ulteriori caratteristiche connaturate a questa specifica tipologia di prodotto. Con la Direttiva 2011/61/UE, invece, è stata introdotta – all’art. 4, par. 1, lett. a) – una nozione più generale di organismo di investimento collettivo del risparmio più ampia e idonea a ricomprendere, nei suoi tratti essenziali, anche la nozione recata dalla direttiva UCITS. In particolare, l’art. 4, par. 1 lett. a) AIFMD, oltre a delimitare per differenza i fondi alternativi come quelli non rientranti nella normativa UCITS, li definisce come “gli organismi di investimento collettivo che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori”. Coerentemente con la molteplicità di forme giuridiche che possono assumere nei diversi Stati membri gli OICVM e gli OICR alternativi (limitate per i primi: forma contrattuale, forma statutaria, *trust*; potenzialmente illimitate per i secondi, purché si tratti, comunque, di OICR secondo quanto previsto nelle Linee Guida ESMA) si tratta, come è evidente, di una definizione volutamente molto ampia (su cui si basa, come detto, anche la nozione di OICR accolta nel TUF). Cfr., R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 399-400. In questo senso, sul piano comunitario, non sono

Le richiamate definizioni, pertanto, sono strettamente interconnesse: la gestione collettiva è, in primo luogo, gestione di "OICR"; gli "OICR" sono organismi che presentano i tratti della definizione loro propria; i fondi comuni d'investimento, per le caratteristiche che li contraddistinguono, rappresentano l'unico schema contrattuale di OICR previsto nel nostro ordinamento.

La nozione complessiva di "fondo comune di investimento" ed i relativi tratti distintivi, derivano quindi, oggi, dal combinato disposto delle richiamate definizioni contenute all'art. 1, comma 1, TUF. Ne consegue un quadro composito, nel quale, sulla base del TUF, alcuni elementi costitutivi della fattispecie collimano con la fattispecie introdotta dalla direttiva AIFM, altri, invece, ancorché ricavabili, almeno in parte, dalle *Guidelines* dell'ESMA, sono frutto di una precisa scelta del nostro legislatore.

Ciò che emerge, in prima battuta, già dalla portata delle richiamate definizioni è che l'essenza economico-finanziaria, prima ancora che giuridica, del fenomeno "gestione collettiva", consiste nello svolgimento di un'attività di carattere finanziario consistente nella gestione di un patrimonio, con riferimento al quale il gestore compie in via continuativa, scelte e operazioni di *asset allocation*, con l'obiettivo di generare nel tempo un rendimento positivo.

Del pari, dalla nozione generale di fondo comune, si evince chiaramente come l'OICR contrattuale costituisca uno strumento diretto a consentire ad una pluralità di risparmiatori di utilizzare la loro liquidità per costituire un patrimonio comune e indiviso<sup>19</sup>, al quale partecipano pro quota tutti gli investitori, nonché autonomo<sup>20</sup>. Tale patrimonio è composto da un

---

rivenibili due differenti nozioni di OICR: ad oggi, infatti, la definizione della AIFMD, ha portata generale, unitaria ed "assorbente" della più specifica nozione di OICVM di cui alla direttiva UCITS IV. Per un dettagliato confronto delle definizioni previste nei due regimi normativi, v., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 12 ss.

<sup>19</sup> Si tenga presente, però, che il regolamento del fondo può stabilire la suddivisione del fondo in distinti comparti, ognuno dei quali potrà essere gestito secondo politiche di investimento diverse (nei limiti della disciplina inderogabile prevista per la tipologia di fondo). In tal caso, l'investitore parteciperà al singolo comparto, mediante sottoscrizione e liberazione delle relative quote.

<sup>20</sup> Il concetto di autonomia del fondo è ripreso e analiticamente sviluppato dall'art. 36, comma 4, TUF, nel quale si specifica che ciascun OICR contrattuale è, in primo luogo, un "patrimonio autonomo", "distinto a tutti gli effetti" dal patrimonio della SGR e da quello dei singoli partecipanti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni da parte dei creditori della società di gestione (o nell'interesse della stessa) né azioni da parte dei creditori del depositario o sub-depositario (o nell'interesse degli stessi). Le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono invece ammesse

complesso di beni destinati dai partecipanti in sede di sottoscrizione delle quote di partecipazione e che, inizialmente, ne alimentano la formazione, in caso di successiva emissione di nuove quote, ne aumentano la consistenza. A sua volta, tale complesso di beni è destinato fisiologicamente a variare (di consistenza e qualità) in virtù della stessa connotazione funzionale dell'istituto, che consiste in un'attività, più o meno continuativa, di investimento e disinvestimento<sup>21</sup>. Il fondo, infine, è destinato a essere gestito, come noto, da un soggetto specializzato (la SGR), con imputazione dei risultati della gestione ai partecipanti, nella misura della quota da ciascuno sottoscritta o acquistata, in modo tale da rendere possibile, per ciascuno di essi, un'adeguata diversificazione dei rischi inerenti all'investimento effettuato<sup>22</sup>.

Ciò posto, i due momenti fondamentali che caratterizzano il fenomeno del risparmio gestito e che sono posti, oggi, alla base della nozione-fulcro della disciplina in esame, quella di "organismo di investimento collettivo del risparmio" sono, da un lato, la *raccolta* dei capitali presso gli investitori e, dall'altro, l'impiego di tali capitali attraverso un'attività di *investimento* di natura, appunto, collettiva.

Così, sulla base delle definizioni richiamate, assurgono ad elementi fondanti la nozione di OICR contrattuale (i quali devono essere tutti indefettibilmente presenti affinché si rientri nel perimetro della riserva di attività)<sup>23</sup>: (a) la raccolta del patrimonio collettivo mediante l'emissione di quote; (b) la sussistenza di una pluralità di investitori; (c) l'esistenza di una

---

solo sulle quote di partecipazione degli stessi. Tale norma, come si vedrà ampiamente *infra*, delinea quindi in modo molto netto il regime applicabile al patrimonio collettivo, escludendo che sullo stesso possano interferire posizioni diverse da quelle dei soggetti in cui è strutturalmente articolata l'operazione, e sancendo, espressamente, un regime di autonomia patrimoniale bilaterale con riferimento a tutte le obbligazioni assunte "per conto" del fondo.

<sup>21</sup> Cfr., V. TROIANO, *Art. 36*, cit., 568.

<sup>22</sup> Cfr., *ex multis*, R. LENER, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989, 224 ss.; G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 25 ss.

<sup>23</sup> Sul problema del perimetro della riserva di attività di gestione collettiva, prestata in forma contrattuale e statutaria, cfr., P. CARRIERE, *L'ambito applicativo della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Riv. soc.*, 2005, 1115 ss.; ID., *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2007, 1090 ss., nonché, da ultimo, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387.



politica di investimento predeterminata e vincolante; (d) la gestione del fondo, affidata alla SGR, deve essere “in monte nell’interesse degli investitori” ed “in autonomia dai medesimi”.

I primi due elementi, come evidente, attengono al momento della raccolta del patrimonio collettivo, gli elementi di *sub* (c) e (d) attengono invece all’investimento in senso stretto (inteso come concreto esplicarsi delle scelte e delle concrete modalità di esecuzione di *asset allocation*) dello stesso.

Si procederà, dunque, con l’analisi dei richiamati elementi, tenendo conto delle indicazioni fornite sui singoli punti dall’ESMA ed evidenziando possibili disallineamenti tra la normativa interna e quelle comunitarie.

## **2.1. La raccolta di capitali tra una pluralità di investitori mediante emissione di quote del fondo**

Dalla definizione di cui all’art. 1, comma 1, lett. k), si evince che il patrimonio del fondo è “raccolto tra una pluralità di investitori” e che, più precisamente, tale raccolta debba avvenire “mediante l’emissione e l’offerta di quote [...]”<sup>24</sup>.

Sul punto, la principale e più evidente innovazione rispetto al passato riguarda l’eliminazione di ogni riferimento ad un *pubblico* presso il quale la raccolta avviene<sup>25</sup>. Ciò, appare coerente, con l’affermarsi sul mercato del

---

<sup>24</sup> In genere, la raccolta delle quote di OICVM avviene per il tramite di intermediari autorizzati al collocamento o di altre SGR; la raccolta di FIA, e in particolare di FIA chiusi, è svolta direttamente dal GEFIA. La raccolta può avvenire anche in più soluzioni, il che avviene, tipicamente, nel caso di OICVM e di FIA chiusi riservati che prevedano richiami degli impegni, e può consistere in versamenti in denaro o in natura. Cfr., anche quanto specificato al par. 1, Sez. II, Cap. II, Titolo I, Regolamento Gestione Collettiva.

<sup>25</sup> Nel regime precedente, invece, la definizione di Sicav, di cui all’art. 1, comma 1°, lett. i, TUF, prev., prescriveva espressamente che la raccolta dovesse avvenire mediante l’offerta “al pubblico” di proprie azioni. Tale elemento che non veniva esplicitato con riferimento alla definizione normativa di fondi comuni di investimento, era tuttavia considerato come elemento imprescindibile e qualificante anche la raccolta di capitale nel modello di OICR contrattuale. Cfr., sul punto, G. ROSSI, *Problemi economici e finanziari. I possibili effetti dell’introduzione dei fondi di investimento italiani sulle tendenze del mercato finanziario*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, 15. Per una analisi più approfondita del concetto di destinazione al pubblico dell’attività di gestione collettiva (e delle relative difficoltà di inquadramento) nel regime precedente l’emanazione del d. lg. n. 44 del 2014, si rinvia a G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali*, cit., 387 ss.

risparmio gestito di nuove tipologie di fondi, i quali prescindono completamente da una dimensione “pubblica” della raccolta e per i quali, infatti, non deve applicarsi lo schema dell’offerta pubblica (si pensi, in particolare, ai FIA riservati)<sup>26</sup>.

Salve alcune ipotesi particolari, che vedremo a breve, si ritiene, quindi, che nella fase prodromica di costituzione del fondo, la pluralità sia garantita dalla presenza di almeno due investitori.

A livello europeo, il problema non si è mai posto con riferimento agli OICVM, i quali, essendo stati concepiti per essere destinati nei confronti di un pubblico *retail*, non hanno mai presentato nella prassi, struttura e caratteristiche tali da poter essere considerati non conformi al requisito della pluralità (in tale direttiva, permane il riferimento al “pubblico”)<sup>27</sup>.

Al contrario, il problema poteva porsi con riferimento alla gamma dei FIA, i quali possono essere anche fondi di ridotte dimensioni patrimoniali e pertanto, in linea di principio, sottoscrivibili da un unico investitore; così già nell’ambito della AIFMD si fa riferimento alla “pluralità di investitori”.

Un chiarimento sulla portata delle nozioni di raccolta e pluralità arriva direttamente dall’ESMA, ed in particolare da quanto chiarito nelle Linee Guida e (limitatamente ai FIA) nel documento ESMA/2013/611 (*Guidelines on key concepts of the AIFMD*).

Così, secondo le Linee Guida, la *raccolta del capitale* di un OICR – menzionata anche all’art. 4, par. 1 lett. a), punto i), AIFMD – consiste nel compimento “di azioni dirette o indirette da parte di un organismo o di una persona o un ente che agiscano a suo nome (tipicamente, il GEFIA) al fine di assicurare il trasferimento di o l’impegno a trasferire capitale da parte di uno o più investitori verso l’organismo, allo scopo di investirlo nel rispetto di una politica di investimento predeterminata”.

Premesso che la definizione fornita dall’ESMA è volutamente molto ampia e generica (e caratterizzata dall’utilizzo di formule non chiarissime sul piano giuridico; quali ad esempio, la distinzione tra attività di trasferimento e attività che comportano l’impegno a trasferire risorse

---

<sup>26</sup> Già nella disciplina precedente, tale aspetto era particolarmente evidente con riguardo ai fondi speculativi, per i quali era espressamente vietata la sollecitazione all’investimento, e con riguardo ai fondi riservati, con riferimento ai quali la disciplina della sollecitazione o dell’offerta al pubblico erano disapplicate in conseguenza dell’esclusiva partecipazione in tali fondi da parte di investitori professionali. Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Milano, 2010, 817 ss; ID, *I fondi riservati*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Milano, 2010, 839 ss.

<sup>27</sup> Cfr., R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., 400-401.

all'OICR), è possibile trarre alcune conclusioni sulla nozione di *raccolta*.

In primo luogo, la raccolta rilevante ai fini della fattispecie OICR è quella caratterizzata non tanto (o non solo) da particolari modalità, bensì dalla finalità verso cui è diretta; cioè l'impiego sulla base di una politica di investimento predeterminata<sup>28</sup>.

In secondo luogo, il riferimento ad *uno o più* investitori non collide con l'elemento della pluralità ma serve a chiarire che la raccolta non perde il suo carattere diffuso in tutti quei casi in cui si sia in presenza, solo "di fatto" formalmente, di unico investitore, e/o sussistano forme "indirette" di raccolta di capitali presso una platea di investitori. Sempre secondo l'interpretazione fornita dall'ESMA, infatti, sussiste una pluralità di investitori ("*a number of investors*"), non solo quando i capitali vengono raccolti tra più di un investitore, ma anche quando, pur essendo raccolti da un investitore, questi li ha, a propria volta, raccolti, da più di una persona fisica o giuridica, con il fine di investirlo in quote del fondo a beneficio di tali soggetti<sup>29</sup>. Queste situazioni, secondo quanto specificato anche nel RGC della Banca d'Italia, si verificano, in particolare: (i) in caso di strutture *master-feeder* (nell'ambito delle quali un unico fondo *feeder* investe nell'OICR *master*); (ii) nell'ipotesi di fondi di fondi, laddove il fondo acquirente sia l'unico investitore del fondo target; (iii) in presenza di un unico soggetto che sottoscrive quote di un fondo in nome proprio ma per conto terzi<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Cfr., in questo senso, quanto previsto dal par. 1, Sez. II, Cap. II, Titolo I, Regolamento Gestione Collettiva, il quale stabilisce che "la raccolta del patrimonio presso gli investitori avviene mediante l'offerta di azioni o quote da parte dell'organismo, da chiunque sia effettuata; non assume rilievo la circostanza che la raccolta avvenga in più soluzioni, ovvero che la sottoscrizione da parte degli investitori avvenga mediante conferimento in denaro o in natura".

Sul problema del rilievo che può assumere il fenomeno della cd. *reverse solicitation* nel contesto della nozione di *raccolta*, si rinvia alle diverse posizioni di F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 23 e G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali*, op. cit.

<sup>29</sup> Sul concetto di "beneficio degli investitori" rileva R. LENER - C. PETRONZIO, op. cit., che "il beneficio al quale deve tendere la politica di investimento è meramente potenziale, come tutti gli investimenti finanziari che non prevedano sistemi di garanzia di un rendimento minimo"; *contra* D. ZETSCHKE, *The alternative*, cit., 50, secondo il quale tale beneficio può dirsi concretamente sussistente solo laddove rispettata una corrispondenza proporzionale tra quantum investito e corrispondente rischio assunto.

<sup>30</sup> Cfr., sul punto, il par. 18, Linee Guida ESMA; nonché il par. 1, Sez. II, Cap. II, Titolo I, Regolamento Gestione Collettiva, il quale espressamente stabilisce: "L'OICR è partecipato da una pluralità di investitori. Tale requisito è soddisfatto anche in presenza di un solo investitore, qualora l'investimento sia da questi

Infine, un ulteriore profilo problematico può porsi con riferimento al caso in cui un OICR “perda” il requisito della pluralità degli investitori in una particolare fase e per un determinato periodo di esecuzione del servizio di gestione collettiva. Con riferimento a tale circostanza, sembra sufficiente ritenere che un organismo, per rientrare nella nozione, risulti strutturalmente destinato ad un investimento plurisoggettivo. In questo senso, mentre non sono certamente ammissibili situazioni che escludano a priori il requisito della pluralità<sup>31</sup>, al contrario non sembra potersi escludere la qualifica di OICR a motivo dell’assenza temporanea o sopravvenuta dell’elemento della pluralità, purché il programma perseguito sia volto nel tempo a soddisfare tale requisito<sup>32</sup>.

Resta fermo che, qualora il requisito della pluralità degli investitori non possa dirsi soddisfatto neanche potenzialmente o in prospettiva, non ci si troverà necessariamente di fronte ad un fenomeno di “gestione di investimenti” non regolato, potendo invece configurarsi, in ipotesi, un servizio di gestione individuale di portafogli, sottoposto alla disciplina MIFID<sup>33</sup>.

### **2.1.1. (Segue). Le quote del fondo: caratteristiche**

Dalla stessa definizione di legge di cui all’art. 1, comma 1, lett. k), TUF, si ricava che il patrimonio di un OICR è “raccolto tra una pluralità di investitori” e che la raccolta avviene mediante “l’emissione e l’offerta di quote [...]”.

Come noto, per effetto della sottoscrizione del contratto, al risparmiatore vengono assegnate quote di partecipazione al fondo in numero pari al rapporto tra l’importo del capitale versato (al netto delle commissioni iniziali dovute alle SGR) e il valore unitario della quota, così come

---

effettuato nell’interesse di una pluralità di investitori (ad es., strutture master-feeder, fondi di fondi, possibilità di partecipare ad un OICR mediante un intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento ex art. 21, comma 2, TUF)”.

<sup>31</sup> Si pensi, ad esempio, alla istituzione di un FIA riservato destinato espressamente ad essere investito presso un singolo soggetto, il quale non agisce per conto di una pluralità di interessi.

<sup>32</sup> Si consideri, ad esempio, un fondo chiuso riservato il quale preveda che in una fase iniziale l’emissione di quote sia interamente sottoscritta da un unico investitore, salvo poi prevedere in una seconda fase, la raccolta di ulteriori capitali presso altri soggetti. Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 26.

<sup>33</sup> Così, D. ZETSCHKE, *The alternative*, cit., 48.

determinato dal gestore. Ovviamente, durante lo svolgimento del servizio, il valore della quota, in quanto rapporto tra il valore complessivo del patrimonio collettivo e il numero di quote in circolazione, è destinato a continue variazioni in funzione del continuo variare dei valori delle attività di compendio del fondo.

In dottrina, è stato constatato che le quote presentano alcune caratteristiche che rendono possibile, per certi versi, un'assimilazione con le azioni di società<sup>34</sup>.

In primo luogo, le quote rappresentano la misura della partecipazione al fondo: individuano in che misura il sottoscrittore partecipa al fondo e, correlativamente, quale sia la misura della sua pretesa nei confronti del gestore. Più precisamente, il certificato rappresentativo della quota non legittima il possessore a vantare solamente un diritto di credito (*recte*: un diritto assimilabile essenzialmente alla stregua di un diritto di credito) nei confronti del fondo<sup>35</sup>, bensì molteplici diritti (patrimoniali ed eventualmente organizzativi) riconnessi alla sua posizione di partecipante all'OICR e alla stipulazione del contratto di investimento che ne è a monte<sup>36</sup>. Nel fondo di investimento, pertanto, le quote – al pari di quanto accade per le azioni di s.p.a. – oltre ad essere unità di misura della partecipazione, assolvono anche ad una funzione organizzativa.

Le stesse, inoltre, coerentemente con la loro fisiologica destinazione alla negoziazione, rispondono di un regime di circolazione simile ai titoli azionari: sia per la loro possibile strutturazione in forma nominativa o al portatore<sup>37</sup>, sia per la possibile sottoposizione a regimi di dematerializzazione<sup>38</sup>.

---

<sup>34</sup> Ricontrava la possibile assimilazione, con riguardo a certi profili, delle quote di fondi con le azioni di società, già A. LENER, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento. Commento all'art. 3 della Legge 77/1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984, 414. In senso analogo, v., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 154, il quale rileva che le quote di partecipazione di un fondo rappresentano uno degli esempi più evidenti dell'influenza esercitata dai modelli societari sulla disciplina degli OICR contrattuali.

<sup>35</sup> Trattandosi, più propriamente, di un diritto al rimborso delle quote di sua appartenenza al valore che esse derivano dal prezzo di mercato delle attività finanziarie comprese nel patrimonio del fondo comune nel momento di esercizio del disinvestimento.

<sup>36</sup> Cfr., G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 62 ss.

<sup>37</sup> Le quote di partecipazione sono rappresentate da certificati che – sulla base di quanto previsto nel regolamento del fondo – possono essere alternativamente nominativi o al portatore. Le caratteristiche dei certificati rappresentativi di quote, i metodi di calcolo del valore delle quote e il loro valore unitario iniziale sono

Le quote di fondi, infine, al pari delle azioni, da un lato, rientrano nella nozione di “strumenti finanziari” di cui all’art. 1, comma 2, lett. c), TUF, dall’altro, sono titoli di credito, ed in particolare titoli causali.

Tale secondo elemento, è stato evidenziato, incide e reagisce su diversi profili del regime della quota di OICR, connotando lo stesso rapporto intercorrente tra quotista e patrimonio collettivo.

Come visto, il novero dei rapporti che legano il partecipante, la SGR e il fondo, lungi dal risolversi in un mero rapporto di credito, è ricostruibile ed è disciplinato dal regolamento del fondo, il quale è fonte dell’intero fascio di quei rapporti e strumento che li regola<sup>39</sup>. La comune “natura causale” delle quote dei fondi e delle azioni, peraltro, sembra ragionevolmente legittimare (o quantomeno, giustificare) l’applicabilità di criteri e soluzioni desumibili dalla disciplina delle s.p.a. (anche in quanto applicabile agli

---

stabiliti dalla Banca d’Italia, sentita la Consob, tenendo conto dell’esigenza di assicurare la portabilità delle stesse. Alla luce del quadro regolamentare oggi vigente (v., Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d’Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Cap. VII, par. 3), il regolamento del fondo può prevedere inoltre che, in alternativa alla disciplina ordinaria con certificati nominati o al portatore singoli, questi ultimi siano sostituiti da un “certificato cumulativo” rappresentativo delle quote di una pluralità di partecipanti e depositato presso il depositario, al quale è altresì affidata l’identificazione dei singoli quotisti. Nella prassi, peraltro, è assai raro che il singolo investitore chieda l’emissione del certificato individuale; pertanto, ancorché il meccanismo del certificato cumulativo possa rendere più macchinosa la circolazione delle quote di partecipazione di fondi aperti, questa opzione è quella maggiormente diffusa. Pur sortendo gli stessi effetti conseguenti all’assenza di un documento cartolare, il certificato cumulativo non sottopone le quote di partecipazione a un vero e proprio regime di dematerializzazione, in quanto il partecipante conserva il diritto di richiedere in ogni momento l’emissione del certificato singolo, tornando, così, al regime cartolare. In ogni caso, oltre a questo diritto, il partecipante deve inoltre poter ottenere, senza oneri, il frazionamento del certificato cumulativo da parte del depositario, al fine di separare i diritti dei singoli partecipanti. Per un’analisi delle quote dei fondi nel regime di cui alla l. 77/1983, v., *inter alia*, G. GENTILE, *Il contratto*, cit., 57 ss.; C. GANDINI, *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa*, I, 1996, 477 ss.; nella disciplina del TUF e regolamentare precedente l’introduzione del regime di cui alla AIFMD, F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005, 279 ss.

<sup>38</sup> Il “Regolamento Mercati” della Consob prevede la dematerializzazione obbligatoria solamente qualora le quote di fondi vengano negoziate o destinate alla negoziazione in mercati regolamentati italiani. La dematerializzazione delle quote di fondi non quotati è invece rimessa alla scelta discrezionale delle SGR.

<sup>39</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli Organismi*, cit., 156.

OICR statuari) per risolvere problematiche relative alle quote di OICR contrattuali. Si pensi, in questo senso, al possibile problema del mancato rispetto, da parte di un quotista, di previsioni contenute nel regolamento del fondo e riguardanti la circolazione delle quote (clausole di gradimento o di prelazione, ecc.). Nel caso dei FIA riservati, peraltro, il problema assume carattere meno teorico: si pensi, ad esempio, al trasferimento della quota di un FIA riservato da parte di un investitore professionale ad un soggetto privo di tale qualifica; in tale ipotesi, è stato rilevato, dovrebbero prodursi, sul piano interno, conseguenze analoghe a quelle previste nel caso del trasferimento di azioni a soggetto privo dei requisiti soggettivi previsti dallo statuto. E lo stesso dovrebbe accadere in caso di violazione di una clausola di prelazione prevista nel regolamento del fondo<sup>40</sup>. Si pensi ancora, sempre nei FIA riservati, all'ipotesi di un trasferimento di quota di valore inferiore a 500.000 euro da parte di un investitore professionale ad un investitore non professionale che non detenga già quote per ammontare complessivo almeno pari a tale cifra, in violazione di quanto stabilito ex art. 14, comma 2, D.M. 30/2015.

Un ulteriore fenomeno diffuso nella prassi operativa, è quello per cui il regolamento di un fondo preveda, l'emissione di classi di quote dotate di diritti diversi. In tale ipotesi, tuttavia, sembra più corretto ritenere – sul piano sistematico – che ad ogni classe corrisponda un corrisponda un distinto comparto di fondo e che, quindi, più classi di quote di un fondo coincidano in realtà con la sua strutturazione in veri e propri comparti di fondo<sup>41</sup>.

## **2.2. La politica di investimento predeterminata e il “rendimento aggregato”**

Ulteriore elemento caratterizzante la fattispecie è la sussistenza di una politica di investimenti predeterminata.

Lo stesso risulta espressamente previsto sia nella definizione italiana di

---

<sup>40</sup> Il che comporta, in modo analogo a quanto avviene nell'ambito delle società, il problema delle conseguenze del mancato rispetto della clausola del regolamento del fondo, ed in particolare se essa produca la non opponibilità del trasferimento rispetto all'OICR, l'inefficacia della cessione o, ancora, la nullità del trasferimento.

<sup>41</sup> Cfr., sul punto, ESMA, *Opinion on UCITS Shares Classes*, 30 gennaio 2017. Con riferimento ai modelli statuari il nostro ordinamento prevede, invece, che le SICAF e le SICAV riservate possano emettere categorie diverse di azioni e anche strumenti finanziari partecipativi, mentre invece preclude tale possibilità alle SICAV non riservate. Cfr., in particolare, par. 1.3, Sez. III, Cap. I, Tit. III, RGC.

OICR che in quella di cui all'art. 4, par. 1, lett. a), dir. AIFM. Di contro, il riferimento alla politica di investimento non compare come elemento della fattispecie OICVM di cui alla direttiva UCITS IV. Il che, tuttavia, è coerente con il fatto che, relativamente a tali prodotti, la direttiva dedica ampio spazio alla regolamentazione e identificazione della specifica politica di investimenti che deve essere necessariamente perseguita affinché quei fondi possano definirsi armonizzati (e, quindi, conformi alla normativa UCITS)<sup>42</sup>. In questo senso, risulterebbe superfluo e impreciso il riferimento ad una generica politica di investimenti.

Ancora una volta, è l'ESMA a chiarire quali siano i requisiti che, presi singolarmente o nel loro insieme, lasciano presumere l'esistenza di detta politica (tali criteri sono ripresi sostanzialmente immutati anche nel Regolamento Gestione Collettiva<sup>43</sup>).

In particolare, la politica d'investimento:

- deve essere "predeterminata" e, di conseguenza, prevista prima o contestualmente al perfezionarsi dell'operazione di investimento da parte dei partecipanti, cioè quando gli impegni assunti dagli investitori nei confronti del fondo diventano, per loro, vincolanti;
- deve essere sancita in un documento che diventa parte integrante del regolamento del fondo o viene richiamato espressamente da quest'ultimo;

---

<sup>42</sup> La politica di investimenti predeterminata che deve essere perseguita nella gestione di un OICVM è specificamente definita agli artt. 49-57, dir. UCITS IV. Cfr., sul punto, R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 402.

<sup>43</sup> Secondo il par. 1, sez. II, Cap. II, Tit. V: "La politica d'investimento riguarda gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento. Ferme restando le norme prudenziali in materia di attività di investimento (cfr. Titolo V, Capitolo III), la politica di investimento si basa sul principio del frazionamento del rischio.

Ai fini del rispetto della riserva di legge, l'esistenza di una politica di investimento si può desumere in presenza di una o più delle seguenti condizioni: - la politica di investimento è definita prima che diventi vincolante l'impegno degli investitori a conferire il capitale nell'OICR; - la politica di investimento è contenuta in documenti o accordi vincolanti tra tutti i partecipanti che formano parte integrante, anche per rinvio, del regolamento o dello statuto dell'OICR; - la politica di investimento è vincolante per il gestore, ivi comprese le eventuali modifiche alla stessa; - la politica di investimento è articolata in una serie di linee guida di investimento, con riferimento tra l'altro: i) alle strategie di investimento; ii) alle categorie di attività in cui l'OICR investe; iii) ai limiti di investimento, inclusi i limiti di leva finanziaria e i criteri di diversificazione dei rischi; iv) alle aree geografiche di investimento; v) a eventuali periodi minimi di detenzione delle attività".



- determina un obbligo per il gestore di seguire specifiche modalità di impiego del patrimonio collettivo e tale obbligo può essere, quindi, fatto valere giudizialmente dai partecipanti.
- specifica i criteri e i limiti che la SGR deve seguire nelle operazioni di investimento, indicando, ad esempio che l'investimento: (a) deve essere effettuato in certe categorie di attività o secondo vincoli allocativi precisi; (b) deve rispettare determinate strategie; (c) deve essere limitato territorialmente (d) deve rispettare i limiti della leva finanziaria (e) deve rispettare limiti volti ad assicurare la diversificazione dei rischi.

Sulla base di quanto previsto, quindi, un fondo alternativo può dirsi, in generale, caratterizzato dalla presenza di tale politica di investimenti in quanto siano previste un insieme di regole che disciplinino in modo specifico le *modalità* di impiego dei capitali raccolti tra i quotisti. In questo senso, la funzione principale assolta dalla politica di investimento è, evidentemente, quella di delimitare l'attività del gestore, ponendo limiti alla sua discrezionalità<sup>44</sup>.

La presenza delle suddette regole, tuttavia, non è di per sé sufficiente: secondo quanto previsto dalle Linee Guida, infatti, si è in presenza di una politica di investimento rilevante ai fini della riserva di attività, solamente qualora suddetta politica di investimento: (i) sia finalizzata a generare un "rendimento aggregato" per i partecipanti<sup>45</sup> e (ii) presenti elementi di finanziarietà.

In quest'ottica, si consideri, in primo luogo, quanto previsto dal par. 20, Linee Guida: "un organismo che ha una politica relativa alle modalità di gestione del capitale dallo stesso aggregato per generare un rendimento aggregato per gli investitori [...] dovrebbe essere ritenuto in possesso di una politica d'investimento predeterminata ai sensi dell'art. 4, par. 1, lett. a), punto i), della direttiva GEFIA" (cfr. par. 20).

---

<sup>44</sup> Sul punto, v., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 27-28.

<sup>45</sup> Intendendosi per tale, sempre secondo le Linee Guida: "il rendimento generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita di beni di investimento – comprese le attività finalizzate a ottimizzare o aumentare il valore di tali beni – a prescindere dal fatto che siano previsti rendimenti differenziati per gli investitori, quali quelli assicurati da una politica di dividendi personalizzati". Per un'analisi della definizione v., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 31-32, il quale rileva che "la locuzione rischio condiviso non è da riferirsi agli strumenti o alle modalità che connotano la partecipazione all'OICR, e la distribuzione del relativo utile, e neppure all'oggetto dell'attività di gestione, quanto, piuttosto, alle *modalità*, alle *tecniche* e alle *finalità* con le quali si svolge l'attività di investimento".

Si consideri, inoltre, che secondo il par. 12, Linee Guida ESMA, si è in presenza di un organismo collettivo del risparmio solamente se: (a) l'organismo "non ha uno scopo commerciale o industriale generale"<sup>46</sup>; (b) l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per gli investitori".

Analogamente, il Reg. Gestione Collettiva prevede, sempre al par. 1, sez. II, Cap. II, Tit. V, che "indipendentemente dalla natura giuridica dell'OICR, il patrimonio dell'OICR non può essere utilizzato per perseguire una strategia di tipo imprenditoriale, sia essa commerciale o industriale ovvero una combinazione delle stesse" e che "l'OICR ha la finalità, attraverso la gestione del suo patrimonio e dei relativi rischi, di generare un rendimento per gli investitori derivante dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita delle attività in cui è investito il patrimonio stesso e dalle operazioni volte a ottimizzare o incrementare il valore delle suddette attività". Si consideri, inoltre, che ai fini dell'applicazione della riserva di attività non assume rilievo l'eventuale differenziazione dei rendimenti tra investitori. Fenomeno che può verificarsi, ad esempio, qualora si preveda l'emissione di diverse categorie di quote di un OICR contrattuale.

Premesso, quindi, che la "finanziarietà" dell'attività di gestione collettiva è elemento immanente ed essenziale della stessa nozione di OICR, anche la politica di investimento di un OICR deve distinguersi, su questo punto, dalla politica industriale o commerciale prevista ad esempio, in un *business plan* o in un piano strategico di un'impresa. D'altra parte, uno dei tratti propri di qualsiasi gestione finanziaria è il perseguimento di un programma di investimento in vista dell'ottenimento di un risultato economico correlato all'assunzione di un rischio finanziario: il partecipante che investe nell'OICR ricerca e aderisce ad una forma di investimento finanziario con il fine di ottenere un rendimento aggregato o, per lo meno,

---

<sup>46</sup> Il par. 2, Linee Guida definisce lo scopo commerciale o industriale come il perseguimento "di una strategia imprenditoriale caratterizzata da elementi quali lo svolgimento in modo prevalente di (i) un'attività commerciale, che comprenda l'acquisto, la vendita e/o lo scambio di beni e merci e/o la fornitura di servizi non finanziari, o (ii) un'attività industriale, che comprenda la produzione di beni o la costruzione di proprietà, oppure (iii) una combinazione delle due attività summenzionate". Si tratta, come è evidente, di una definizione molto vaga e in vari punti tautologica, che non consente quindi di individuare con chiarezza un criterio utile per individuare l'attività d'impresa "finanziaria" (d'altra parte tale problema risulta tutt'oggi oggetto di ampio dibattito in dottrina). La stessa, tuttavia, ha il pregio di confermare che un'attività di gestione collettiva è, e non può che essere, finanziaria, e quindi deve essere tenuta distinta dalle attività commerciali o industriali in senso lato.

una gestione del rischio rapportato al capitale investito<sup>47</sup>. La politica di investimento, nel prevedere i criteri, i limiti, e modalità di gestione, dovrà tener conto di questa finalità.

### 2.3. La gestione in monte e in autonomia dai partecipanti

La nozione di gestione “in monte”, la quale non trova espresso riferimento neppure nelle Linee Guida dell’ESMA, è identificata, da sempre, come uno dei tratti qualificanti la fattispecie stessa di gestione collettiva. Con tale locuzione si fa riferimento, in sostanza, ad una forma di gestione non personalizzata, svolta in maniera uniforme per tutti i partecipanti al fondo (o comparto di fondo) e condotta, quindi, dalla SGR, nell’interesse e per conto di una collettività di investitori, unitariamente considerati.

Il riferimento alla gestione “in monte” è stato da sempre identificato in un’ottica di distinzione (e contrapposizione) tra gestione collettiva e gestione individuale di portafogli. In linea generale, infatti, lo svolgimento in forma spersonalizzata e secondo criteri predeterminati unilateralmente dal gestore, implica che nella gestione collettiva – diversamente da quanto avviene nella prestazione del servizio di gestione individuale – non debbano essere prese in considerazione le esigenze individuali e personali del singolo investitore<sup>48</sup>. L’interesse particolare del singolo cliente viene “assorbito” in quello facente capo alla pluralità dei partecipanti che aderiscono (e pretendono che sia rispettata) una determinata linea di gestione prevista nel programma di investimenti e nel regolamento del fondo<sup>49</sup>.

Il che implica, sempre in un’ottica di confronto con la gestione individuale,

---

<sup>47</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 220.

<sup>48</sup> Cfr., C. RABITTI BEDOGNI, *sub art. 33*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, I, Cedam, Padova, 1998, 350 ss.

<sup>49</sup> In questo senso, risulta imprescindibile (nonché implicito) nel concetto di gestione in monte l’elemento della collettività: la prestazione del gestore deve essere esercitata nell’interesse comune di una pluralità di soggetti, i quali godranno pro-quota e in via paritaria di un risultato comune della gestione, sulla base del principio della ripartizione dei rischi e dei benefici, sopportando il rischio di un decremento del valore e appropriandosi dell’eventuale incremento senza, tuttavia, che possa assumere rilievo il profilo personale di ciascuno. Specularmente, come meglio vedremo *infra*, i beni che costituiscono il fondo non “appartengono”, dal punto di vista economico-patrimoniale, ai partecipanti, i quali, infatti, non possono vantare alcuna pretesa specifica sugli stessi.

un diverso atteggiarsi della regola di adeguatezza della condotta del gestore<sup>50</sup>. Mentre, infatti, nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento, il regime dell'adeguatezza impone all'intermediario di perimetrare la gestione del portafoglio sullo specifico profilo del cliente<sup>51</sup>, nella gestione di fondi comuni la regola di adeguatezza attiene alla conformità delle scelte della SGR non già rispetto alle caratteristiche del singolo quotista, ma con quelle dell'OICR stesso; da considerarsi come centro di interessi avulso e ulteriore rispetto alla "somma" delle posizioni individuali dei singoli partecipanti<sup>52</sup>.

Coerentemente con il carattere "in monte" della gestione, la stessa deve anche svolgersi "in autonomia" dai partecipanti. Tale aspetto, espressamente previsto dalla norma, potrebbe apparire superfluo, giacché è evidente come una gestione che persegue l'interesse di una collettività di investitori (intesa in senso unitario) implica che i singoli membri di quella collettività non possano (e non debbano) incidere individualmente sulla gestione, svuotando così, nella sostanza, il carattere "standardizzato" del servizio<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 39.

<sup>51</sup> Sullo specifico punto, si vedano, ex multis, C. BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 517 ss.; M. COSSU, *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli – R. Lener, Torino, 2011, 699 ss.; M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni, Milano, 2012, 222 ss.

<sup>52</sup> Cfr., ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, del 25 giugno 2012 (recepiti nella *Comunicazione Consob n. 12084516* del 25 ottobre 2012). In dottrina, v., inter alia, M.T. PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa*, II, 2007, 102; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di R. Lener, Torino, 2011, 166; V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli intermediari prima e dopo la MiFID*, in *Corr. giur.*, 2010, 1388 ss. Tale aspetto, che caratterizza le dinamiche e i rapporti caratterizzanti la gestione collettiva di OICR, sarà analizzato diffusamente *infra*.

<sup>53</sup> Cfr., in questo senso, Cass., sez. II civ., 30 dicembre 2015 n. 26131, su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Al contrario, come si afferma tradizionalmente, nella gestione individuale l'investitore ha il diritto (non escludibile) di impartire, in ogni momento, ordini o istruzioni di carattere vincolante per il gestore. Cfr., sul punto, M. MAGGIOLO, *Servizi*, cit., 254 ss. Tuttavia, come è stato efficacemente rilevato (v., F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit.), la possibilità per il singolo investitore di impartire ordini o istruzioni che, in astratto, dovrebbe sempre caratterizzare la gestione individuale di portafogli, può risultare talvolta, in concreto, molto

Tuttavia, il principio di autonomia della gestione (inteso come assenza di “personalizzazione” da parte dei quotisti sulle scelte di investimento o disinvestimento dell’OICR), non può essere inteso in senso assoluto.

In primo luogo, mentre nel regime UCITS – ancora una volta in coerenza con il tipo di gestione regolato – non sarebbe neppure concepibile una influenza anche minima dei partecipanti sulle scelte di investimento e disinvestimento del gestore; al contrario, nel regime della AIFMD, pur enunciandosi il principio di equo trattamento degli investitori, si ammette che alcuni di essi possano beneficiare di un regime di favore, purché ne sia data doverosa informativa<sup>54</sup>.

Le Linee Guida ESMA, inoltre, interpretano l’autonomia della gestione nel senso che, affinché un organismo possa rientrare nell’ambito della AIFMD, è necessario (e sufficiente) che i partecipanti-investitori “in qualità di gruppo collettivo” non abbiano “discrezionalità o controllo su base giornaliera”. Si aggiunge poi, significativamente, che “il fatto che a uno o più, ma non a tutti, i detentori di quote o gli azionisti [...] vengano concessi una discrezionalità o un controllo su base giornaliera non dovrebbe essere considerato come dimostrazione che l’organismo non è un organismo di investimento collettivo”. Per quanto concerne l’espressione, le stesse Linee Guida precisano che per “discrezionalità o controllo su base giornaliera” si intende “una forma decisionale di potere diretto e continuo – a prescindere che venga esercitato o meno – su questioni operative attinenti alla gestione quotidiana delle attività degli organismi [...]”<sup>55</sup>.

Dal punto di vista comunitario, dunque, è possibile che in un OICR contrattuale siano previsti diritti di limitata ingerenza nella gestione in favore di uno o più quotisti. Al contrario, non sarebbe possibile attribuire siffatte prerogative a tutti i partecipanti, perché ciò si porrebbe ontologicamente in contrasto con il concetto di gestione collettiva<sup>56</sup>.

In linea con il quadro europeo, il Regolamento sulla Gestione Collettiva prevede che in un OICR “i partecipanti [...] non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell’OICR e delle attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento”.

Come è stato rilevato, peraltro, nel panorama del mercato gestito erano presenti e diffusi da tempo (anche prima dell’emanazione della direttiva

---

limitata. La prassi di mercato si è evoluta, infatti, nel senso di una larga diffusione di servizi di gestione individuale “per linee standard” o “di massa” (ovvero secondo una gestione operata per scelte uniformi a fasci o gruppi di clienti) che appare molto vicina, per caratteristiche, ad una gestione collettiva.

<sup>54</sup> Cfr., art. 12, par. 1, lett. f) e art. 23, par. 1, lett. j), AIFMD.

<sup>55</sup> Cfr., par. 12, lett. c), Linee Guida.

<sup>56</sup> Si veda, sul punto, R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 403.

AIFM), OICR riservati ad investitori professionali, i quali erano in grado di ottenere forme più o meno accentuate di “personalizzazione” dei modelli gestori, contrattando preventivamente con il gestore le clausole del regolamento del fondo prima della sottoscrizione<sup>57</sup>.

Fermi i richiamati limiti ai poteri dei partecipanti – e come vedremo diffusamente *infra* – in concreto, potranno presentarsi forme di OICR contrattuali caratterizzate da diversi gradi di “autonomia gestionale”. In alcuni casi tale autonomia sarà più accentuata, come ad esempio nei fondi aperti non riservati, in altri casi più limitata, come ad esempio nei fondi (aperti o chiusi) riservati, caratterizzati da un più elevato grado di “personalizzazione” del servizio di gestione collettiva<sup>58</sup>.

### **3. Categorie e tipologie di fondi comuni d’investimento: la diversificazione dell’attività di gestione sulla base della tipologia del fondo**

Il nostro ordinamento prevede, quindi, il fondo comune d’investimento quale unico modello organizzativo di OICR in forma contrattuale. Come accennato, all’interno della categoria è poi possibile distinguere diverse tipologie di fondi comuni d’investimento, previste a livello normativo ovvero risultanti dalla prassi degli operatori del mercato gestito.

In linea generale, ai diversi tipi di fondi corrispondono, secondo quanto previsto dalla normativa secondaria<sup>59</sup>, differenti requisiti di organizzazione del gestore, nonché specifici e differenti modalità di esecuzione del servizio, soprattutto per quanto concerne l’oggetto dell’investimento, la composizione del patrimonio collettivo ed i limiti alla concentrazione dei rischi. Conseguentemente, alla differente tipologia (e quindi, strutturazione) dell’OICR e del servizio offerto, corrisponderà anche una diversificazione delle regole di condotta del gestore nella prestazione del servizio.

L’attuale assetto normativo che disciplina i criteri e le caratteristiche cui debbono uniformarsi, per tipologia, i fondi comuni d’investimento, risulta caratterizzato da un’ampia delegificazione della materia<sup>60</sup>; l’individuazione

---

<sup>57</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 40.

<sup>58</sup> V., F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 218-219.

<sup>59</sup> Si fa riferimento, in particolare, al D.M. n. 30 del 2015 e al Titolo V, Capitolo III, Sezioni II-VI, Regolamento Banca d’Italia sulla Gestione Collettiva.

<sup>60</sup> Precedentemente all’emanazione del TUF, le diverse tipologie di fondi ammesse nel nostro ordinamento erano stabilite dalla normativa primaria. Con riferimento alle tematiche generali relative alla struttura ed al funzionamento dei fondi comuni

delle varie tipologie di fondi comuni, infatti, è stata demandata dal TUF, secondo quanto previsto dall'art. 39, comma 1, ad un apposito regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob<sup>61</sup>.

Il recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/UE si è tradotto, come già evidenziato, in una revisione complessiva della disciplina della gestione collettiva del risparmio contenuta nel TUF e, ai fini che qui interessano, le modifiche hanno riguardato anche le diverse categorie di OICR di diritto italiano, che risultano oggi ampiamente rimodulate: le disposizioni del TUF (già a livello di definizioni), come completate, sul punto, dal D.M. 5 marzo 2015, n. 30 (emanato in attuazione del richiamato art. 39, TUF, e sostituitosi al previgente D.M. n. 228/1999) forniscono, quindi, un quadro notevolmente variegato e innovativo rispetto alla disciplina previgente all'emanazione della AIFMD.

E' bene anticipare, come meglio vedremo *infra*, che tali tipologie legalmente previste non esauriscono, tuttavia, i possibili schemi organizzativi che i fondi comuni d'investimento presentano nella prassi finanziaria; cosicché, appare oggi certamente riduttivo pensare che la classificazione legale corrisponda rigidamente ai vari modelli di fondi comuni in concreto operanti nel panorama del mercato gestito domestico<sup>62</sup>.

---

di investimento nel sistema previgente al d. lgs. n. 58 del 1998, v., F. ASCARELLI, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa*, 1983, I, 404 ss.; nonché per un'indagine di diritto comparato, E. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa*, I, 1983, 534 ss.

<sup>61</sup> E' opportuno tenere presente, tuttavia, che nell'esercizio del potere di cui sopra, il legislatore secondario incontra stringenti limiti derivanti dalla disciplina comunitaria, la quale come visto, nell'ambito della Direttiva UCITS, formula una specifica disciplina per i fondi comuni aperti cd. armonizzati (OICVM): da qui la distinzione – più volte richiamata – tra OICR “armonizzati” o “comunitari” (rientranti, cioè, nell'ambito di applicazione della Direttiva UCITS), e altre tipologie di OICR (gli OICR “alternativi”), rientranti, di contro, nella disciplina della AIFMD. Pertanto, mentre, con riferimento agli OICR armonizzati, gli spazi di manovra concessi al Ministro e alla Banca d'Italia, in base all'art. 39 TUF, sono limitatissimi, (stante il livello di dettaglio che ha assunto, nel tempo, la disciplina UCITS) l'approccio “amorfo” della AIFMD (la quale, come detto, disciplina il gestore e non gli OICR che sono oggetto, indirettamente, della stessa) fa sì che permanga, di contro, in capo all'autorità amministrativa, un notevole potere, per l'appunto, “conformativo” di tali prodotti del mercato della gestione collettiva.

<sup>62</sup> Si è già fatto riferimento al fenomeno europeo dei cd. fondi “Newcits”. Inoltre, come si vedrà meglio *infra*, anche nel panorama del mercato domestico sono rinvenibili tipologie di fondi comuni cd. “ibride”, le quali combinano (entro certi limiti) elementi propri sia degli OICR contrattuali di tipo chiuso che di quelli

Il principio di base è rimasto, invece, sostanzialmente in linea con quello previsto dalla disciplina previgente: la natura dell'OICR reagisce sulle categorie di beni nei quali può essere investito il relativo patrimonio, e viceversa. Permane, in altri termini, una sorta di relazione biunivoca fra tipologia di OICR contrattuale e relativa politica di investimento<sup>63</sup>.

Ciò premesso, tenendo conto dell'attuale classificazione offerta a livello normativo, a differenza del regime previgente – sulla base di quanto previsto oggi dal D.M. n. 30/2015 e da quanto risulta anche dalle varie definizioni contenute all'art. 1, comma 1, TUF<sup>64</sup> – nel solco della distinzione tra OICR aperti e chiusi, sono attualmente previste le seguenti categorie di OICR di diritto italiano: (i) OICVM italiani; (ii) FIA italiani aperti; (iii) FIA italiani chiusi; (iv) FIA italiani immobiliari; (v) FIA italiani riservati; (vi) OICR garantiti<sup>65</sup>.

---

aperti. Il che, evidentemente, pone alcune difficoltà in ordine alla individuazione della corretta disciplina applicabile, anche ai fini di eventuali responsabilità del gestore.

<sup>63</sup> Così, ad esempio, gli OICR aperti dovranno e potranno essere investiti prevalentemente in beni facilmente liquidabili, al fine di rispettare le richieste di rimborso (e le relative variazioni patrimoniali) esercitabili secondo le modalità e la frequenza minima periodica prevista per tale tipologia di fondi. Al contrario, i fondi chiusi potranno essere investiti, in via non residuale, in beni aventi scarsa liquidità (quali immobili o beni per i quali non vi siano mercati organizzati). Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, 281; ID, *Gli organismi*, cit., 100 ss.

A livello normativo, il D.M. 30/2015, stabilisce nel dettaglio i beni nei quali possono essere investiti i diversi tipi di patrimoni collettivi sulla base del relativo carattere aperto o chiuso. Si consideri, tuttavia, che il decreto, fa salvi, in ogni caso, il rispetto dei limiti, dei criteri, dei divieti, e delle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio, nonché delle altre disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), TUF. Cosicché, relativamente a tale aspetto – come si avrà modo di esaminare meglio in seguito – quanto previsto nel decreto risulta ulteriormente specificato, in particolare, nel Regolamento Banca d'Italia sulla Gestione Collettiva.

<sup>64</sup> Con il recepimento della direttiva 2011/61/UE e prima dell'emanazione del D.M. 30/2015, infatti, lo stesso impianto definitorio di cui all'art. 1, comma 1, TUF, aveva assunto un nuovo assetto che indicava, seppur sinteticamente, le tipologie di fondi rinvenibili, tenuto conto delle direttive europee in materia di gestione collettiva. Così, già a livello di definizioni l'art. 1, comma 1, TUF elenca, tra le varie tipologie: l'OICR aperto e chiuso; gli OICR italiani; gli OICVM italiani e UE; gli OICR alternativi italiani (FIA italiani), UE (FIA UE) e non UE (FIA non UE), nonché i FIA italiani riservati.

<sup>65</sup> Come visto, a queste tipologie di OICR si devono inoltre aggiungere, sulla base della normativa europea di diretta applicazione, tre tipi specifici di fondi



A livello di vertice permane la “tradizionale” distinzione tra fondi comuni aperti e chiusi<sup>66</sup>, tuttavia i criteri di distinzione sono notevolmente cambiati rispetto alla disciplina previgente, attenuando in parte la distinzione tra fondi aperti e chiusi in punto di diritto al disinvestimento della quota.

In particolare, mentre nel sistema precedente l’introduzione del “regime-AIFM” i fondi comuni aperti erano caratterizzati, molto significativamente, dalla possibilità per gli investitori di esercitare il diritto al rimborso (secondo le modalità previste nel regolamento) “in qualunque momento”<sup>67</sup>, oggi è previsto, invece, come dato caratterizzante il carattere “aperto” di un OICR contrattuale, la circostanza che gli investitori possano disinvestire secondo le frequenze previste dal regolamento del fondo o dalla documentazione d’offerta<sup>68</sup>. Dopo il recepimento della AIFMD si è assistito, dunque, al passaggio dalla formula “in qualunque momento”, alla meno tutelante (per gli investitori) previsione di una generica “frequenza” del rimborso, la quale deve essere indicata nei testi che regolano il prodotto<sup>69</sup>.

I fondi comuni aperti, secondo la disciplina vigente, sono dunque identificati dalla presenza di due elementi indefettibili: (i) il fatto che il rimborso della quota sia ottenibile con cadenze regolari e predeterminate e, di conseguenza, (ii) che in coincidenza con tali scadenza periodiche spetti al

---

alternativi italiani (FIA italiani): gli EuVECA (Reg. UE 345/2013); gli EuSEF (Reg. UE 346/2013); gli ELTIF (Reg. UE, 760/2015).

Per un’analisi dettagliata delle tipologie di fondi comuni d’investimento previsti, prima del recepimento della AIFMD, dal D.M. 228/1999, si vedano, *inter alia*, V. TROIANO, *Art. 36*, cit., 573 ss.; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VII, Padova, 406 ss.; nonché, con particolare riguardo ai fondi speculativi e ai fondi riservati, F. ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, *op. cit.*, 817 ss., nonché ID, *I fondi riservati*, *ivi*, *op. cit.*

<sup>66</sup> Tale distinzione è prevista, d’altra parte, anche a livello europeo, dalla stessa Direttiva AIFM, allo scopo di delimitare l’ambito di applicazione di alcune disposizioni della direttiva (in tema di gestione della liquidità e di procedure di valutazione dei beni) che fanno espresso riferimento al carattere aperto o chiuso dell’OICR gestito. La distinzione è espressamente contenuta anche nel Regolamento delegato Ue n. 694 del 2014, il cui Considerando n. 2 espressamente prevede: “Per applicare in modo corretto ai GEFIA le norme sulla gestione della liquidità e le procedure di valutazione previste dalla direttiva 2011/61/UE, è opportuno operare una distinzione fra i GEFIA a seconda che gestiscano fondi d’investimento alternativi (FIA) di tipo aperto o di tipo chiuso ovvero di entrambi i tipi”.

<sup>67</sup> Cfr., l’abrogato D.M. n. 228 del 1999.

<sup>68</sup> Cfr., art. 9, comma 3, D.M. 30/2015.

<sup>69</sup> In altri termini, con il termine “frequenza” si fa oggi generico riferimento ad una periodicità, una cadenza regolare del rimborso delle quote.

quotista un diritto potestativo al disinvestimento (diritto esercitabile in coincidenza con gli intervalli regolari stabiliti espressamente nel regolamento del fondo per il rimborso<sup>70</sup>).

Il D.M. 30/2015 specifica la cadenza minima di rimborso che la documentazione del fondo aperto deve prevedere: si tratta di una cadenza “almeno quindicinale per gli OICVM e almeno annuale per i FIA italiani aperti”. Si specifica poi che il calcolo del valore delle quote “ha luogo con la medesima frequenza ed è comunque effettuato in occasione dell’emissione di nuove quote o azioni” (cfr. art. 9, comma 2). Mentre la previsione di una frequenza relativamente breve (“almeno quindicinale”) con riferimento ai fondi armonizzati, risulta coerente con la ratio di tale prodotto, il quale è stato “pensato” – fin dalla emanazione della prima Direttiva UCITS – per essere collocato in via preferenziale presso una clientela *retail* (e risultare particolarmente adatto per caratteristiche a tale target di investitori), desta un certo stupore il dato che, attualmente, un FIA aperto possa prevedere frequenze di rimborso notevolmente ridotte (addirittura fino ad una sola volta l’anno).

Gli OICR chiusi invece, secondo quanto previsto dal TUF, all’art. 1, comma 1, lett. k-ter), sono identificati in via negativa, come tutti gli OICR “diversi” dagli OICR aperti: con l’immediata conseguenza che un fondo chiuso è quello in cui non sia prevista la suddetta “frequenza” di rimborso (e, correlativamente, di esercizio del diritto di *exit*). In linea di principio, il fondo di tipo chiuso è, per lo meno nel regime di *default*, caratterizzato dalla coincidenza tra il momento di scadenza del termine di durata dell’OICR e il diritto al rimborso. Resta fermo, tuttavia, che il gestore – qualora il regolamento lo preveda e sempre che le condizioni economiche lo consentano – possa provvedervi di propria iniziativa o, eventualmente, accogliere una richiesta in tal senso da parte dei partecipanti<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 104-105, il quale evidenzia come le stesse scadenze identificano, allora, il momento stesso in cui l’investitore può concretizzare la decisione di chiedere il rimborso (“si tratta di un diritto esercitabile dall’investitore stesso, che il gestore dell’OICR non può adottare di propria iniziativa e/o imporre all’investitore fintanto che l’OICR non entri in una fase di liquidazione”).

<sup>71</sup> Cfr., in questo senso, l’art. 11 del D.M. n. 30 del 2015, il quale prevede espressamente che il regolamento del FIA chiuso possa prevedere la possibilità che “le quote o le azioni siano rimborsate anticipatamente nei seguenti casi: a) su iniziativa del gestore, a tutti i partecipanti, proporzionalmente alle quote o alle azioni da ciascuno possedute; b) su richiesta dei singoli partecipanti, per un ammontare non superiore alle somme acquisite attraverso nuove emissioni e, per i FIA per cui non sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato o in un

D'altra parte, però, secondo quanto previsto dal D.M., gli OICR di tipo chiuso sono identificati anche in positivo, essendo tali anche tutti quelli che prevedono una "frequenza" di rimborso, ancorché minore di una volta l'anno. Con la conseguenza che se il regolamento di un fondo prevede una periodicità di rimborso, ma questa è meno frequente di una volta l'anno

---

sistema multilaterale di negoziazione, per un ammontare non superiore ai prestiti contratti dal fondo, purché non eccedenti il 10 per cento del valore del FIA". Si precisa, poi, che: (i) "nel caso in cui il fondo effettui nuove emissioni, i rimborsi anticipati hanno luogo con la medesima frequenza ed in coincidenza con le emissioni stesse e alla stessa data è prevista la determinazione periodica del valore delle quote o delle azioni del FIA"; (ii) "nel caso in cui le somme necessarie per effettuare i rimborsi eccedano quelle acquisite attraverso le nuove emissioni ed i prestiti consentiti, i rimborsi anticipati avvengono proporzionalmente secondo i criteri stabiliti nel regolamento o nello statuto del FIA al fine di assicurare la parità di trattamento dei partecipanti".

La formulazione della norma non spicca certo per chiarezza, lasciando aperti due problemi interpretativi particolarmente rilevanti. In primo luogo, occorre stabilire se l'iniziativa del gestore configuri un potere del gestore esercitabile anche contro la volontà del singolo partecipante; in tal caso, pertanto, il rimborso avrà luogo unilateralmente, nonostante il dissenso del singolo quotista. La soluzione preferibile sembra deporre proprio in questo senso, ed è supportata da due considerazioni di fondo: in primis, tale facoltà del gestore deve essere espressamente prevista nel regolamento del fondo e, quindi, accettata dagli investitori al momento della sottoscrizione; in secondo luogo, tale soluzione appare più coerente con il carattere collettivo della gestione, il quale implica che la SGR non debba tener conto delle singole posizioni dei partecipanti e prevedere trattamenti differenziati sulla base di valutazioni caso per caso, ma agire nell'interesse complessivo della collettività dei partecipanti. In linea di massima, di fronte a una simile decisione del gestore l'interesse del singolo investitore dovrà soccombere.

La seconda questione interpretativa si pone in termini speculari alla prima. Si tratta, in particolare, di stabilire se alla richiesta di rimborso anticipato disposta dall'investitore in occasione di nuove emissioni di quote o di liquidità sufficiente a rispettare i parametri legalmente imposti corrisponda un vero e proprio dovere del gestore di effettuare il disinvestimento. La soluzione preferibile sembra deporre nel senso che il gestore, una volta verificata la sussistenza dei presupposti di cui alla lett. b) dell'art. 11, D.M., non possa discrezionalmente rifiutarsi di procedere al rimborso, salvo che tale possibilità sia espressamente prevista da apposite clausole del regolamento del fondo, al ricorrere di ulteriori specifiche condizioni tecniche. In buona sostanza, si ritiene che il diniego del gestore sarà legittimo solo laddove supportato da specifica disposizione del regolamento. D'altra parte, ogni comportamento in contrasto con il regolamento del fondo deve considerarsi illegittimo e, come tale, fonte di responsabilità per il gestore.

(ad esempio ogni 13 mesi), il FIA sarà comunque di tipo chiuso, e si applicheranno le relative disposizioni concernenti le politiche di investimento, i limiti alla concentrazione dei rischi, ecc., previste dal citato D.M. (e dalla ulteriore normativa di settore).

È evidente, pertanto, che nel sistema attuale, la distinzione tra fondi aperti e chiusi, decisamente marcata quanto al profilo del diritto al rimborso prima dell'avvento dell'AIFMD, risulti oggi più sfumata. Il che, ha in parte attenuato ma non eliminato la richiamata corrispondenza biunivoca tra carattere aperto/chiuso del fondo e politica di investimento.

Resta fermo, infatti, che nei FIA chiusi, il patrimonio collettivo non presenta quell'elemento di variabilità costante che caratterizza, invece, gli OICVM ed i FIA aperti: salvo il rimborso alla scadenza "naturale", il patrimonio dei fondi chiusi, infatti, varierà solo laddove siano previste nuove emissioni di quote o laddove il regolamento del fondo preveda ulteriori ipotesi di rimborso anticipato, nei casi consentiti.

Sempre in tale ottica, nonostante nei fondi aperti non sia più prevista una libertà di entrata e di uscita, per così dire "piena", il diverso atteggiarsi del diritto alla liquidazione della quota continua a riverberarsi sul tipo di beni nei quali può essere investito il patrimonio collettivo, i quali devono essere, ancora oggi, facilmente liquidabili. Data la costante (e in linea di principio maggiore) esposizione dei FIA aperti alle richieste di liquidazione da parte dei partecipanti, il D.M. 30/2015 impone, infatti, che il patrimonio di tali organismi sia investito, principalmente, in: strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato; depositi bancari di denaro; nonché, solo nel ristretto limite del venti per cento, strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato<sup>72</sup>.

Si deve tener presente, quindi, che la distinzione di base tra fondi aperti e chiusi continua ad avere una portata idonea ad incidere sia sui profili strutturali del fondo comune, sia sulla politica di investimento e, dunque, sui profili di rischio dello stesso. Pertanto, i fondi aperti devono prevedere una frequenza di rimborso infra annuale, hanno un patrimonio con variabilità periodica, devono rispettare le regole di scelta degli investimenti e composizione del portafoglio previste dal D.M. e dal Regolamento sulla Gestione Collettiva (in part., Sezioni II, III e VI Cap. III, Titolo V). Inoltre, se rientrano nel parametro della Direttiva UCITS (e sono, pertanto, OICVM), devono conformarsi e rispettare anche le specifiche previsioni *ivi* contenute. Di contro, i fondi chiusi, hanno un patrimonio tendenzialmente stabile nel tempo, rispondono anch'essi delle specifiche regole contenute nel D.M. e nel RGC (in part., Sez. V, Capitolo III, Titolo V) e non possono

---

<sup>72</sup> Cfr., artt. 8, comma 1, e 4, comma 1, D.M. 30/2015.

rientrare nel regime UCITS.

Come stato efficacemente evidenziato, la distinzione dà luogo, quindi, ad una vera e propria “predefinizione normativa dei tratti essenziali dei singoli prodotti”, nel senso che le categorie aperte e chiuse di OICR sono da considerare “veri e propri modelli legali, anche se caratterizzati dalla permanenza [...] di notevoli spazi di autonomia contrattuale”<sup>73</sup>, che si esplica nel regolamento del fondo, ma sempre entro i limiti e nel rispetto dei tratti fondamentali che caratterizzano il modello legale prescelto. Il che, – seppur entro i limiti abbastanza stringenti delineati dai modelli legali chiuso e aperto – non impedisce, come detto, una commistione degli elementi propri delle due categorie e la creazione, per tale via, di prodotti ibridi. Si pensi, ad esempio, ad un fondo comune d’investimento: (i) il cui regolamento preveda una frequenza di rimborso minore di un anno (es. 3 mesi), ma subordinando tale rimborso, sempre e comunque, ad una specifica iniziativa del gestore; (ii) il cui regolamento stabilisca un periodo di blocco iniziale per l’investitore di durata superiore ad un anno (es. 2 anni) e, solamente dopo tale momento, un periodo di frequenza fisso e minore di un anno (es. ogni 3 mesi). In tali casi limite, evidentemente, si pongono, per lo meno in astratto, alcuni problemi di valutazione in ordine al rispetto da parte del gestore del modello legale di riferimento. Tale problema sembra scolorire tuttavia, sul piano concreto. Si consideri, infatti, che solamente nel caso di FIA riservati un tale regolamento potrebbe trovare applicazione, stante l’assenza di approvazione preventiva della Banca d’Italia; approvazione che, di contro, sarebbe certamente negata dall’Autorità di vigilanza laddove tale regolamento fosse aperto all’adesione di investitori (anche professionali) non preventivamente individuati<sup>74</sup>.

Ciò chiarito, è necessario procedere ulteriormente con l’analisi delle diverse tipologie di fondi comuni attualmente previsti nel nostro ordinamento, e rinvenibili nel solco della distinzione tra OICR aperti e chiusi.

Per quanto riguarda gli OICR armonizzati (cd. OICVM italiani – “Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari”), gli stessi sono definiti all’art. 1, comma 1, lett. m), TUF come “il fondo comune d’investimento e la Sicav rientranti nell’ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE”. Limitando l’attenzione allo schema contrattuale, il fondo comune sarà di tipo “UCITS” (o, se si preferisce, OICVM) solamente

---

<sup>73</sup> Sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 110-111.

<sup>74</sup> Si tenga presente, inoltre, che nella prassi del mercato gestito, gli investitori concordano preventivamente con il gestore le clausole del regolamento del FIA riservato le cui quote andranno a sottoscrivere.

laddove rispetti le stringenti caratteristiche previste dalla normativa europea e recepite in Italia nella normativa secondaria. Il fondo armonizzato OICVM deve essere di tipo necessariamente aperto, prevedere una frequenza di rimborso almeno ogni quindici giorni, e può investire il proprio patrimonio quasi esclusivamente in strumenti dotati di un elevatissimo grado di liquidità (strumenti quotati, strumenti del mercato monetario ecc). L'investimento in strumenti finanziari non quotati è, infatti, limitato ad appena il 10% del patrimonio collettivo.

La disciplina di dettaglio relativa alle politiche di investimento è estremamente rigida e dettagliata, e prevede divieti di carattere generale e stringenti limitazioni (specificate agli artt. 1-6, Sez. II, Cap. III, Titolo V, del RGC). Il che, ha determinato un elevato grado di conformazione e standardizzazione dei "prodotti-UCITS". Limitandoci, a titolo esemplificativo, solamente ad alcuni dei limiti e dei divieti che ci appaiono maggiormente rilevanti in tal senso, si consideri che: l'investimento in strumenti derivati (quotati o non quotati) è soggetto a varie limitazioni ed è ammesso solo al ricorrere di determinate condizioni (v., par. 1, lett. "d", "e", ed "f"). In ogni caso il valore complessivo dell'esposizione in derivati, che deve essere calcolata e verificata almeno una volta al giorno, non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo (v., par. 5); il patrimonio-OICVM può essere investito in depositi bancari solamente nei limiti del 20% del totale delle attività. Limite ridotto al 10% se si tratta del depositario del fondo (v., par. 3.2); l'OICVM può avere un'esposizione in transazioni su derivati OTC limitata – a seconda dei casi – ad una percentuale del 5% o del 10% del totale delle proprie attività (v., par. 3.3); l'OICVM può essere investito in quote o azioni di uno stesso OICR, nei limiti del 20% del totale delle proprie attività se si tratta di OICR armonizzato, del 10% se si tratta di OICR non armonizzato aperto (v., par. 4); l'OICVM non può essere investito in metalli, pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi (v., par. 2, lett. "d"); l'OICVM, salvo quanto previsto dall'art. 9, comma 1, D.M., 30/2015, non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio titolare di partecipazioni qualificate (come individuate ai sensi del Titolo IV, Capitolo I, Sezione II), nonché da un amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo rilevante, né alienare o comunque cedere tali beni direttamente o indirettamente ad amministratori, sindaci o al direttore generale della SGR o SICAV (v., par 2, lett. "e"); è vietata, salvo alcuni temperamenti, la vendita allo scoperto di

strumenti finanziari (v., par. 2, lett. “b”)<sup>75</sup>.

La ratio di questi (e degli ulteriori) limiti e divieti all’operatività del gestore è, evidentemente, quella di impedire: (i) che il patrimonio dell’OICR armonizzato non si mantenga sufficientemente liquido, stante la continua frequenza di rimborsi; (ii) evitare che l’OICVM sia strumento finalizzato ad investimenti meramente speculativi e/o comportanti l’assunzione di rischi eccessivi per la stabilità del fondo e, conseguentemente per gli investitori. In questo senso, infatti, la normativa di dettaglio consente, in una certa misura, di prestabilire il profilo di rischio ritenuto accettabile, considerato anche il target di clientela in riferimento a cui sono stati pensati (e quindi disciplinati) tali prodotti<sup>76</sup>. E’ stato evidenziato<sup>77</sup>, inoltre, che sul piano del mercato, il livello di dettaglio e la pervasività della disciplina del prodotto OICVM fa sì che, attualmente, la maggior parte dei prodotti del risparmio gestito offerti in Europa non rientri nell’ambito UCITS: si consideri, infatti, che la non aderenza di un OICR ad uno solo dei molteplici parametri dettati per un OICVM, implica la categorizzazione dello stesso all’interno dei prodotti alternativi (cd. FIA) e, di conseguenza, la non assoggettabilità alla normativa di cui alle direttive 2009/65/UE (UCITS IV) e 2014/91/UE (UCITS V)<sup>78</sup>.

---

<sup>75</sup> Per lungo tempo, prima dell’introduzione dell’AIFMD, questa era ritenuta la differenza principale e maggiormente significativa tra i fondi comuni armonizzati e quelli non armonizzati (in particolare, fondi cd. *hedge*) presenti sul mercato europeo e statunitense del risparmio gestito. Si esprimono in questo senso, in un’ottica di comparazione tra i sistemi dei principali ordinamenti europei e la disciplina statunitense, L. QUAGLIA, *The “old” and “new” political economy of hedge fund regulation in european union*, in *West Eur. Pol.*, 4, 2011, 665 ss; M. EREDE, *Governing corporation with Concentrated Ownership Structure: an empirical analysis of Hedge Fund activism in Italy and German and its evolution*, in *Eur. Comp. Financial Law Rev.*, 3, 2013, 328 ss.; A.C. RIVIERE, *The future of hedge fund regulation: a comparative approach (United States, United Kingdom, France, Germany, Italy)*, 2010, reperibile sul sito [ssrn.com](http://ssrn.com). È del tutto evidente, inoltre, che la limitata possibilità di vendere allo scoperto implica una gestione necessariamente meno speculativa da parte del gestore di un OICVM. Il che, rende il prodotto più appetibile per un cliente *retail*, il quale è in genere orientato ad investire i propri risparmi in strumenti finanziari meno rischiosi.

<sup>76</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, 352.

<sup>77</sup> F. ANNUNZIATA, *op. cit.*

<sup>78</sup> Come visto, infatti, rientrano nella categoria dei FIA, e sono soggetti alla AIFMD (la quale disciplina il gestore e non l’OICR), tutti i fondi comuni che per caratteristiche non rientrano nell’ambito UCITS.

Si consideri, inoltre, che un fondo armonizzato, a differenza di un FIA, non può configurarsi come riservato a soli investitori professionali, ma solamente (ed eventualmente) prevedere l'istituzione di specifici comparti o classi di quote destinate a soli investitori professionali<sup>79</sup>.

Proseguendo con l'analisi delle singole categorie, all'interno della galassia degli OICR alternativi, i "FIA aperti italiani" sono, quindi, come anticipato, tutti quei fondi comuni che per qualche ragione non rispettano i parametri della normativa UCITS (ad esempio, perché non seguono i relativi parametri inerenti la limitazione dei rischi, la politica di investimento, o ancora, perché prevedono una frequenza di rimborso superiore a 15 giorni ma inferiore a 12 mesi (ad esempio, ogni 60 giorni), ecc. In questo senso, le differenze tra FIA aperto e OICVM potranno essere minime, ovvero più significative).

Per quanto riguarda l'investimento, oltre ai già richiamati criteri di cui al D.M. n. 30/2015, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia prevede, a sua volta, specifici e ulteriori limitazioni nel caso in cui il FIA aperto sia rivolto al pubblico indistinto<sup>80</sup>.

All'interno della tipologia degli OICR chiusi, sono incluse le categorie dei FIA italiani chiusi e dei FIA italiani immobiliari (quest'ultima, comprensiva della ulteriore ipotesi dei fondi immobiliari con apporto pubblico). Anche in questo caso, la richiamata relazione biunivoca fra categoria di fondo e politica di investimento è di immediata evidenza e si esprime in tutte quelle regole che impongono l'obbligo di adozione della forma chiusa, qualora il patrimonio collettivo sia investito, in misura superiore ad una certa percentuale, in beni non prontamente liquidabili<sup>81</sup>.

---

<sup>79</sup> Tale limitazione strutturale si spiega, anche in questo caso, con la fisiologica destinazione dell'OICVM ad un pubblico indistinto di risparmiatori, la quale è esplicitamente indicata, all'art. 1 della direttiva UCITS IV, tra gli elementi qualificanti la fattispecie.

<sup>80</sup> Cfr., par. 1, Sez. III, Cap. III, Tit. V, RGC. Tali limiti sono, ovviamente, diversi da quelli applicabili agli OICVM e, in ogni caso, non trovano applicazione nel caso in cui il FIA aperto sia di tipo "riservato".

<sup>81</sup> Cfr., V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori*, cit., 346 ss. Prima delle modificazioni sulla qualificazione della fattispecie intervenute con la AIFMD, evidenziavano R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato*, cit., 407-408, che, per le relative caratteristiche, il fondo chiuso è concepito "come un investitore istituzionale che ha lo scopo di apportare capitale di rischio alle imprese non quotate, senza i problemi di liquidità che devono essere tenuti in conto per i fondi aperti". Secondo gli Autori richiamati, infatti, la maggior rischiosità dell'investimento e, in particolare, il vincolo temporale che caratterizza tale fondo non sono facilmente conciliabili con l'interesse alla liquidabilità dell'investimento da parte del "piccolo" risparmiatore e paiono coerenti soprattutto con capacità di risparmio di una certa consistenza.



In particolare, ai sensi del combinato disposto degli articoli 4 e 10, comma 1, D.M., i FIA chiusi devono essere investiti in misura almeno pari al 20% in: strumenti finanziari diversi dalle quote o dalle azioni di OICR aperti non negoziati in un mercato regolamentato; beni immobili; diritti reali immobiliari (ivi compresi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori); partecipazioni in società immobiliari; parti di altri FIA immobiliari, anche esteri; crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR; altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Ai sensi dei commi 2 e 3, art. 10, D.M, il patrimonio del FIA chiuso è raccolto, secondo le modalità stabilite dal regolamento mediante una o più emissioni di quote (o di azioni, in caso di SICAF), le quali devono essere sottoscritte entro il termine massimo di ventiquattro mesi dalla conclusione della procedura di commercializzazione prevista dagli articoli 43 e 44 del TUF, e relative norme di attuazione (in caso di offerta al pubblico, il termine decorre dalla pubblicazione del prospetto ai sensi dell'articolo 94, comma 1, TUF).

Il Regolamento OICR della Banca d'Italia individua, a sua volta, in modo più preciso, le categorie di beni, ed i relativi limiti, nei quali può essere investito il patrimonio del FIA chiuso non riservato (Sez. V, Cap. III, Tit. V, RGC); alcune limitazioni richiamano, con ulteriori precisazioni, quanto previsto in materia di OICVM (in materia, ad esempio, di limiti alla concentrazione dei rischi, all'investimento in derivati, alla detenzione di diritti di voto)<sup>82</sup>, altre invece, si riferiscono precipuamente a tale categoria di fondi (ad esempio, si prevede un limite alla percentuale di patrimonio complessivo del fondo che può essere investito in un unico immobile o in diritti reali immobiliari)<sup>83</sup>.

Sempre tenendo presente il binomio categoria-investimenti, i FIA italiani

---

<sup>82</sup> Cfr., parr. 3.1, 4, 6.1, 6.4, Sez. V, Cap. III, Tit. V, RGC.

<sup>83</sup> In questo senso, il RGC prevede, al par. 3.2, Sez. V, Cap. III, Tit. V, che i fondi chiusi (anche di tipo immobiliare) non possono essere investiti, direttamente o attraverso società controllate, in misura superiore al 20 per cento delle proprie attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie, alienabile separatamente dai restanti immobili. Tale limite è incrementato al 33 per cento, nel caso gli immobili siano destinati alla locazione e il primo conduttore (inclusi i soggetti riconducibili al gruppo di appartenenza del medesimo) in termini di ammontare dei canoni di locazione annui contrattualmente previsti incide in misura non superiore al 20 per cento del totale annuo dei ricavi della specie.

immobiliari costituiscono una sottocategoria all'interno del più ampio *genus* dei FIA chiusi<sup>84</sup>. Mentre, da un lato, è dubbia l'effettiva utilità, sul piano classificatorio, della distinzione formale tra la categoria dei FIA chiusi e quella dei FIA immobiliari, dall'altro lato, la stessa è invece utile sul piano della disciplina, giacché solo per i FIA immobiliari sono previste regole specifiche, che investono vari profili di operatività dell'OICR e che non vengono, di contro, applicate alle altre tipologie di FIA chiusi<sup>85</sup>. La loro attività si orienta prevalentemente nel settore degli investimenti immobiliari, in riferimento al quale devono essere investiti – salvo talune eccezioni – almeno due terzi del patrimonio collettivo. Sulla base degli artt. 12 e 13, D.M., la raccolta del fondo può realizzarsi sia con versamenti in denaro, sia mediante conferimento di beni e sono previste regole analitiche, volte ad assicurare la corretta valutazione dei beni di compendio del fondo (v., art. 16, D.M.)<sup>86</sup>.

Prescindono, invece, dal carattere aperto o chiuso, i FIA riservati e gli OICR garantiti. Per quanto concerne i primi, la qualificazione di un fondo comune d'investimento come "riservato" deriva dal fatto che la

---

<sup>84</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli OICR*, cit., 353. Con riguardo al regime dei fondi chiusi e immobiliari "pre-AIFMD", v., inter alia, M.G. IOCCA, *Art. 37*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, 428-429; V. TROIANO, *Art. 36*, cit., 577-578. Si consideri, inoltre, che ai sensi del d.l. n. 133 del 2014, non rientrano nella categoria dei FIA immobiliari le "Società di investimento in immobili quotate". Si tratta, in particolare, di società per azioni quotate nei mercati regolamentati tenute a rispettare alcuni specifici requisiti e limiti nella loro attività di compravendita e gestione di immobili e che giovano di alcuni benefici fiscali. In particolare, il patrimonio delle SIIQ deve essere investito, per almeno l'80%, in immobili oggetto di locazione, e nessun socio deve detenere, singolarmente, oltre il 60% dei diritti di voto. Sul punto, si rinvia ai contributi di R. CORNETTA, *La disciplina giuridica delle SIIQ: profili problematici e spunti di riflessione*, in *Soc.*, 2007, 1177 ss.; A. PISCHETOLA, *Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta*, 2013, Studio a cura del CNN, reperibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it); ID, *Trasferimenti di immobili pubblici e di edilizia economica e popolare e trasferimenti effettuati da fondi immobiliari dopo il decreto n. 133/2014 convertito in legge n. 164/2014 (cd. decreto "Sblocca italia") - Profili fiscali*, 2015, Studio a cura del CNN, reperibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).

<sup>85</sup> Cfr., ad esempio, par. 6.2.1, Sez. V, Cap. III, Tit. V, RGC il quale disciplina il ricorso alla leva finanziaria da parte dei FIA immobiliari.

<sup>86</sup> A tal fine, ruolo determinante è assegnato all'intervento di esperti indipendenti, dotati di particolari requisiti, e che il gestore deve selezionare attenendosi scrupolosamente alle previsioni normative (cfr. art. 16 D.M. 30/2015). Ulteriori previsioni specifiche si applicano, inoltre, qualora al fondo vengano apportati immobili di proprietà dello Stato.

partecipazione è, per lo meno tendenzialmente, riservata ad “investitori professionali”; nozione, quest’ultima, da identificarsi sulla base di quanto previsto dalla disciplina MiFID<sup>87</sup>.

La categoria dei FIA riservati è, dunque, molto ampia, in quanto idonea a ricomprendere, in linea generale, qualsiasi OICR di tipo aperto o chiuso<sup>88</sup> che sia, per l’appunto, riservato a investitori professionali ovvero a determinate categorie di investitori qualificati (dunque, anche un semplice OICR aperto, che tuttavia intenda limitare l’accesso a soli investitori professionali, ad esempio al fine di sottrarsi all’applicazione della disciplina dell’offerta al pubblico).

Ai FIA riservati non si applicano molte delle previsioni che, di contro, trovano applicazione ai fondi destinati al pubblico indistinto: oltre a non applicarsi i limiti di investimento previsti dalle disposizioni applicabili ai FIA aperti o chiusi non riservati, il regolamento del fondo (così come le relative modifiche) non è soggetto all’approvazione della Banca d’Italia (cfr., art. 14, D.M.).

L’autonomia del gestore, in questa categoria di OICR è quindi maggiore rispetto agli altri OICR, essendo caratterizzata da un’assenza di controllo preventivo dell’Autorità di vigilanza e da una disciplina secondaria di dettaglio molto meno stringente<sup>89</sup>. In questo schema, prevale infatti, l’impostazione per cui gli investitori, essendo per l’appunto “professionali”, sono in grado di negoziare direttamente con il gestore le condizioni contrattuali che ritengono preferibili, e il controllo amministrativo è dunque ridotto al minimo<sup>90</sup>.

Sulla base dell’art. 14, comma 6, D.M., il regolamento del FIA deve tuttavia

---

<sup>87</sup> Con riguardo alla identificazione del “perimetro” degli investitori (in senso lato) “professionali”, la revisione della disciplina degli OICR operata in seguito alla Direttiva AIFM ha comportato, quindi, un pieno allineamento con la disciplina in materia di servizi di investimento: le due normative fanno quindi riferimento alla medesima nozione.

<sup>88</sup> Dal punto di vista della disciplina applicabile, ne deriva, quindi, che a seconda della forma assunta dal fondo, dovrà essere rispettato il nucleo della disciplina trasversale relativa ai fondi aperti o chiusi.

<sup>89</sup> Cfr., Sez. VI, Cap. III, Tit. V, RGC. Il regolamento, infatti, oltre a richiamare quanto stabilito nel D.M., si limita, principalmente, a dettare i criteri cui deve attenersi la SGR nel definire il livello massimo di ricorso alla leva finanziaria e a disciplinare alcuni limiti nel caso in cui il FIA riservato sia investito in crediti o “assuma” esposizioni verso cartolarizzazioni.

<sup>90</sup> Cfr., sul punto, V. RENZULLI, *op. cit.*; A. TUCCI, *Servizio e contratto nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, 193 ss.

indicare:

- la circostanza che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;
- la circostanza che non trovano applicazione le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati;
- l'obiettivo, il profilo di rischio, lo stile di gestione e le tecniche di investimento del FIA; d) il livello massimo di leva finanziaria del FIA;
- i limiti di investimento del FIA.

Come detto, però, la destinazione ad un target esclusivamente professionale è solamente tendenziale, in quanto, ai sensi dell'art. 14, comma 2, D.M., il regolamento del FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali, purché essi sottoscrivano o acquistino quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro; tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile.

Al fine di evitare il rischio di elusioni della disciplina, le quote dei FIA italiani riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d), del TUF, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del FIA (art. 14, comma 7, D.M.).

Del pari, possono rivestire indistintamente la forma aperta o chiusa, gli OICR garantiti. Ovvero, secondo quanto previsto all'art. 15, D.M., quelli in cui – nel rispetto dei criteri di investimento e delle norme prudenziali di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia – è garantita<sup>91</sup> la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo, mediante la stipula di apposite convenzioni con banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del TUB aventi i requisiti indicati dalla Banca d'Italia, (ovvero mediante altre, eventuali, forme di garanzia indicate dall'Autorità).

Una ulteriore frammentazione dei prodotti OICR deriva, infine, dalla disciplina europea di diretta applicabilità, sulla base della quale possono essere istituiti nel mercato domestico tre ulteriori tipi di FIA: gli EuVECA, gli EuSEF (introdotti rispettivamente con i Regolamenti UE n. 345 e 346 del

---

<sup>91</sup> Il regolamento del fondo deve stabilire anche le modalità inerenti la prestazione della garanzia (cfr., art. 15, comma 3, D.M.).

2013)<sup>92</sup> e gli ELTIF (introdotti con Reg. UE n. 760 del 2015)<sup>93</sup>.

Sul piano classificatorio, si tratta di OICR che non danno luogo a vere e proprie categorie (o sottocategorie); gli stessi, infatti, da un lato, sono pienamente sussumibili all'interno dell'una o l'altra delle categorie di cui al D.M 30/2015, dall'altro lato, però, si caratterizzano per l'applicazione di discipline specifiche di diretta derivazione europea<sup>94</sup>.

Tirando le somme sulla base di quanto esaminato, appare quindi evidente che, in linea generale, la specifica forma assunta dal fondo comune d'investimento incide direttamente sulle modalità di gestione dell'OICR e di esecuzione del servizio finanziario. La portata che, in concreto, potrà assumere l'applicazione del principio di autonomia (della gestione), infatti, dovrà necessariamente tenere conto della categoria di appartenenza, e della tipologia dell'OICR. In particolare, con riguardo agli OICVM non è ammissibile (né concepibile) una gestione influenzata dai partecipanti.

Al contrario, nel regime AIFMD, tale principio, fermo restando il rispetto dei suddetti limiti, risulterà (o meglio, potrà risultare) più ampio nei FIA aperti non riservati; più limitato nei FIA di tipo chiuso (data la presenza dell'assemblea dei partecipanti); e ancor più circoscritto nei FIA chiusi riservati a investitori professionali<sup>95</sup>.

D'altra parte, la forma organizzativa rivestita dall'OICR incide anche sulla libertà e discrezionalità del gestore nelle scelte di *asset allocation*; nei fondi

---

<sup>92</sup> Gli EuVECA e gli EuSEF sono FIA "sotto-soglia" (secondo la definizione contenuta all'art. 3, par. 2, lett b), AIFMD, richiamato a sua volta dai Reg. Ue 345 e 346 del 2013) specializzati, rispettivamente, nei settori del *venture capital* e dell'imprenditoria sociale. Questi fondi sono destinati ad un investimento in imprese medio-piccole (definite all'art. 3, Reg. 345/2013 come "imprese ammissibili") e le rispettive quote possono essere sottoscritte solo da investitori professionali o investitori che investano almeno 100 mila euro e rilascino dichiarazione di consapevolezza circa i rischi (evidentemente elevati) assunti. Gli EuSEF, in particolare, possono essere investiti in imprese: che hanno come oggetto sociale la produzione di beni e servizi destinati a soggetti svantaggiati; che impiegano metodi produttivi che incorporano il loro obiettivo sociale; che forniscono sostegno finanziario esclusivamente ad imprese sociali. Cfr., nello specifico, N. MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 311 ss.

<sup>93</sup> Gli ELTIF sono OICR di tipo chiuso che investono prevalentemente in strumenti di capitale di rischio e sono finalizzati a dare un sostegno finanziario di medio-lungo periodo alle imprese operanti nel mercato europeo, in un'ottica di rafforzamento dello stesso. Cfr., in particolare, R. CICIANI – D. VENEZIANO – G. GARIBOLDI, *I fondi comuni d'investimento a lungo termine*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, 402 ss.

<sup>94</sup> V., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 119.

<sup>95</sup> F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 46.

armonizzati, ad esempio, data la maggiore standardizzazione del prodotto e del servizio, così come risultante dalla dettagliata normativa secondaria, la stessa risulterà più compressa. Di contro, nei fondi non armonizzati (in particolare, se riservati), il gestore godrà, per lo meno tendenzialmente e salvo quanto concretamente previsto nel regolamento dell'OICR, di una maggiore "libertà di manovra" in merito alle decisioni di investimento/disinvestimento.

#### 4. La qualificazione giuridica dell'OICR contrattuale

L'annoso dibattito sulla qualificazione giuridica degli OICR di tipo contrattuale, lungi dal potersi considerare, ad oggi, chiuso, ha costituito fin dall'introduzione dei fondi comuni d'investimento in Italia<sup>96</sup>, oggetto di notevoli sforzi in dottrina e giurisprudenza, alla ricerca di un soddisfacente punto di equilibrio tra l'inquadramento della fattispecie e il sistema nel suo complesso.

Come in passato – e a differenza di quanto ravvisabile negli altri ordinamenti europei – anche nel sistema attuale il legislatore nazionale evita di prendere espressa posizione sulla titolarità del fondo, sulla scorta di quanto avviene nella legislazione europea, in cui il tema della titolarità dei beni costituenti il fondo (in buona sostanza, il fondo) non è mai stato affrontato in maniera esplicita<sup>97</sup>.

In questo paragrafo si cercherà quindi di ripercorre, seppur sinteticamente, l'evoluzione del dibattito così come è venuto a delinearsi oggi e tentare di proporre la soluzione che appare più coerente con le caratteristiche e la configurazione che hanno assunto nel corso del tempo gli OICR contrattuali.

In questo senso, è opportuno rilevare sin d'ora, che la struttura complessiva della fattispecie – ispirata storicamente al modello dell'*investment trust* di stampo anglosassone<sup>98</sup> – rende difficilissimo, se non impossibile, ricondurre

---

<sup>96</sup> Avvenuta con la Legge n. 77 del 1983 (*Istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare*).

<sup>97</sup> L'assenza, a livello europeo, si giustifica in ragione del fatto che una previsione specifica sul punto avrebbe implicato la considerazione di principi fondamentali di diritto civile (in specie, in materia di diritti reali) che necessariamente variano, in maniera anche molto sensibile, da un ordinamento all'altro e non possono essere oggetto di armonizzazione. In tal senso, R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 404.

<sup>98</sup> Sul punto, cfr., G.E. COLOMBO, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, Cedam,

in modo perfettamente coerente negli schemi tradizionali del nostro ordinamento, i vari rapporti che fanno capo al fondo comune (e che coinvolgono la SGR, i partecipanti, il depositario ed i creditori particolari del fondo).

Ciò premesso, il dibattito sulla qualificazione giuridica del fondo può essere suddiviso, concettualmente, in due fasi, il cui punto di svolta è rappresentato dalla nota sentenza della Corte di Cassazione, n. 16605 del 15 luglio 2010<sup>99</sup>.

Prima di tale arresto giurisprudenziale, infatti, le varie teorie formulate erano per lo più incentrate sul problema della individuazione di un soggetto proprietario dei beni facenti parte del fondo<sup>100</sup> e riconducibili, per sommi capi, entro tre orientamenti principali: il fondo come comunione dei partecipanti; il fondo come articolazione del patrimonio della società di gestione; il fondo come soggetto di diritto<sup>101</sup>. La teoria più risalente,

---

1967, 286 ss.; R. LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1050 ss. Più in generale, per un confronto sui vari modelli di separazione e destinazione patrimoniale v., L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6 del T.U.F.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2012, 535 ss.

<sup>99</sup> Cfr., Cass. civ., Sez. I, 10 luglio 2010, n. 16605, pubblicata in *Foro it.*, I, 2011, 1853, con nota di S. PELLEGGATTA, in *Giur. Comm.*, II, 2011, 1128, con note di A. SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, e di C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*; in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2011, 417, con note di V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, e di F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*; in *I contratti*, 1, 2011, 27, con nota di A. LAMORGESE, *I fondi comuni d'investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*; in *Giur. it.*, 2011, 331, con nota di L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*; in *Resp. civ.*, 2011, 124, con nota di F.R. FANTETTI, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*; in *Soc.*, 2011, 46, con nota di N. BRUTTI, *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*; in *Giur. it.*, 2011, 1550, con nota di RIZZUTI. Cfr., inoltre, P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751; A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in *Studi e materiali – Notariato*, 2013, 137 ss. e in *Riv. dir. comm.*, II, 2013, 233 ss.

<sup>100</sup> Considerato, da un punto di vista normativo, non in una prospettiva di autonomia, bensì come mero complesso di elementi attivi oggetto di altrui gestione.

<sup>101</sup> Per una più ampia disamina, rispetto a quanto segnalato nel testo, delle varie teorie e delle relative argomentazioni espresse dalla dottrina nella fase precedente

precedente l’emanazione della legge istitutiva dei fondi comuni d’investimento mobiliare, riconduceva tali organismi nello schema della comunione di cui all’art. 1100, c.c. In particolare, si sosteneva che proprietari del fondo, ciascuno secondo il valore della propria quota, fossero i partecipanti, i quali avrebbero conferito un mandato senza rappresentanza alla società per la gestione nell’interesse degli investitori-comproprietari<sup>102</sup>. La tesi si basava, principalmente, sulla formulazione letterale di alcuni progetti di legge, per la verità mai portati a compimento<sup>103</sup>, nonché, sulla considerazione che anche in altri ordinamenti europei si faceva esplicito riferimento allo schema della proprietà pro-quota degli investitori<sup>104</sup>. Tale lettura venne ben presto criticata da larga parte della dottrina, sulla considerazione evidente che la fattispecie del fondo comune mal si attagliasse, sia da un punto di vista strutturale che da un punto di vista funzionale, al fenomeno della comunione dei partecipanti e alla relativa disciplina<sup>105</sup>.

---

l’emanazione della l. 77/1983, (istitutiva dei fondi comuni d’investimento mobiliari) e nel vigore di detta legge, cfr., ex multis, F. ASCARELLI, *La natura giuridica del fondo comune d’investimento mobiliare*, in *Quadrim.*, 1984, 453 ss.; A. LENER, *Art. 3*, cit., 381 ss.; P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA. VV., *I fondi comuni di investimento nella l. 77/83*, Milano 1985, 85 ss. G. GENTILE, *Il contratto*, cit., 117 ss.; G. FERRI JR, *Patrimonio e gestione*, cit., 41 ss. Per una ricognizione complessiva del dibattito a seguito dell’emanazione del TUF, v., tra gli altri, A. LAMORGESE, *I fondi comuni*, cit., 33 ss.; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 404 ss.

<sup>102</sup> Cfr., in particolare, T. ASCARELLI, *L’investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1954, 178 ss.; B. LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 541 ss.; R. CORRADO, *L’investment trust nell’ordinamento italiano*, in *Studi in onore di P. Greco*, I, Padova, 1965, 143 ss.; G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1197 ss.

<sup>103</sup> Si veda, in part., l’art. 3 del disegno di legge del 1969, il quale espressamente stabiliva che: “il fondo è patrimonio comune dei partecipanti”, salvo subito dopo specificare che “i diritti e gli obblighi relativi alla comunione fra i partecipanti sono disciplinati dalla presente legge e dal regolamento del fondo”. Cfr., sul punto, G. VISENTINI, *Riflessioni*, *op. cit.*

<sup>104</sup> Così era previsto, ad esempio, in Francia, sulla base dell’art. 1 del decreto 57-1342 del 28 dicembre 1957 sui *fonds de placement*. Sul punto, e per altri spunti di comparazione dell’epoca, v., B. LIBONATI,  *Holding*, cit.; ID, *Scritti giuridici*, II, Milano, 2013, 62 ss.

<sup>105</sup> In primo luogo, si evidenziava la diversità della posizione dei partecipanti e dei relativi poteri, rispetto a quella dei comproprietari: in particolare (e a differenza dei comunisti), i partecipanti sono privati ex lege – coerentemente con quella che è la ratio stessa del servizio di gestione collettiva – di qualsiasi potere di disporre e godere dei beni del fondo, nonché di influenzarne (per lo meno oggi, oltre un certo



Altra dottrina, sosteneva quindi che la proprietà del fondo dovesse essere ricondotta alla società di gestione, dividendosi poi, a sua volta, tra i sostenitori di una proprietà “piena”<sup>106</sup>, fiduciaria<sup>107</sup> o temporanea<sup>108</sup>. A tale lettura, si opponeva, quindi, la terza delle richiamate teorie, la quale – sulla base della constatazione che fosse impossibile ravvisare nella posizione della società di gestione i tratti essenziali del diritto di proprietà – ha ritenuto, così, di elevare il fondo stesso a rango di soggetto cui imputare la titolarità dei beni costituenti il fondo; la “natura giuridica” del fondo stesso, è stata poi alternativamente ricostruita come struttura fondazionale o

---

limite) la gestione. Ciò, in evidente contrasto con i principi che regolano la comunione, con riferimento alla quale, anche nell’ipotesi in cui la gestione dei beni venga affidata a terzi, rimane ai comunisti sia il potere di revoca (non assimilabile all’attuale sostituzione ex art. 37, comma 3, TUF) sia, soprattutto, quello di indirizzare l’amministrazione, secondo quanto espressamente previsto dall’art. 1105 c.c. Inoltre, largamente differente è anche lo scopo economico che soggiace alla disciplina dei fondi comuni di investimento rispetto a quello tradizionale della comunione. Infatti, mentre i comproprietari ricorrono alla comunione al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano, a prescindere dall’esercizio di un’attività a tale fine, diversamente, nel caso dei fondi comuni di investimento, i beni costituenti il patrimonio collettivo non rappresentano oggetto di godimento dei partecipanti, il quale è invece costituito esclusivamente dalla ricchezza che si forma in seguito alla gestione economica del patrimonio che consiste e si esaurisce nell’eventuale plus-valore ricavato in sede di rimborso della quota a valore netto attuale complessivo del fondo. Per una critica alla tesi della comunione dei partecipanti e per un’ampia analisi degli ulteriori profili di incompatibilità delle due fattispecie cfr., ex multis, R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d’investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 268 ss.; P.G. JAEGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in *L’istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970, 11 ss., nonché, *ivi*, G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare*, 89 ss.; A. NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970, 47 ss. M. FRAGALI, *La comunione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, I, Milano, 1973, 348 ss.; A. LENER, *La comunione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, VIII, Torino 1982, 261 ss.

<sup>106</sup> V., G.E. COLOMBO, *L’introduzione dell’investment trust*, cit., 286 ss.; G. GENTILE, *Il contratto*, cit., 162 ss.

<sup>107</sup> Cfr., A. LENER, *Art. 3*, cit., 1984, 410; M. FRAGALI, *La comunione*, op. cit.

<sup>108</sup> Cfr., L. LANZIO, *Società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare* (voce), in *Noviss. Digesto it.*, VII, Torino, 1987, 360 ss., il quale ipotizzava, peraltro, una proprietà concorrente tra gestore e partecipanti.

“associazione atipica”<sup>109</sup>. La tesi della soggettività del fondo era stata avallata anche da una minoritaria giurisprudenza e da un parere del Consiglio di Stato<sup>110</sup>.

Prima dell’arresto della Suprema Corte, non mancavano, tuttavia, opinioni divergenti, dirette, più che altro, a ridimensionare la questione della proprietà dei beni costituenti il fondo comune. Da un lato, si evidenziava che né la posizione di potere della SGR, né quella di utilità-rischio dei partecipanti fossero compiutamente riconducibili al diritto di proprietà (così come codificato nel nostro ordinamento); dall’altro lato, si riteneva tale problematica superata o, comunque, dotata di scarso rilievo pratico, data la presenza di una disciplina positiva volta a regolare tutte le questioni più rilevanti in materia<sup>111</sup>.

Il periodo successivo alla richiamata pronuncia, risulta caratterizzato, invece, da un tendenziale superamento delle letture dottrinali “tradizionali” (dirette, cioè, a qualificare il fondo nella prospettiva del diritto di proprietà), e dalla prevalenza di ricostruzioni esegetiche volte ad escludere o minimizzare la necessità di individuare un soggetto cui imputare le posizioni giuridiche facenti capo direttamente all’OICR<sup>112</sup>.

---

<sup>109</sup> Così, rispettivamente, R. COSTI, *La struttura*, cit., 319 e A. NIGRO, *I fondi comuni*, cit., 1617; ID, *Investment trust* (voce), in *Enciclopedia del diritto*, XXII, 1972, 704 ss.

<sup>110</sup> Cfr., in particolare, Trib. Bari, decr. 19 dicembre 2007 (da cui origina il ricorso in Cassazione di cui alla sentenza n. 16606 del 15 luglio 2010; Cons. Stato, sez. III, 11 maggio 1999, n. 108, le cui conclusioni erano state condivise anche dal Ministero delle Finanze (v., Circolare n. 218/T del 1999, emanata al fine di fornire un’interpretazione uniforme in tema di fondi immobiliari chiusi e di adempimenti pubblicitari nell’ambito della dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato).

<sup>111</sup> Cfr., tra gli altri, M. MIOLA - F. BRIOLINI, *Art. 36*, cit., 332; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 227; R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato*, cit., 439; L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, Cedam, 2001, 293, sulla base del rilievo per cui l’ordinamento consente la presenza di beni di cui nessuno possa dirsi “proprietario”; P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella l. n. 77/1983*, Milano, 1985, 89 ss.; in senso dubitativo, M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, I, Torino, 2008, 49, il quale si chiede “se la ricostruzione non conservi uno specifico margine d’interesse per l’inquadramento di talune fattispecie non contemplate da legge”.

<sup>112</sup> Cfr., *ex multis*, ancorché sulla base di argomentazioni diverse, R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 405-406; A. SCANO, *Fondi comuni*, cit., 1137; P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., 751; S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014, 579; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 130 ss.; G. FERRI JR, *L’incapienza dei fondi comuni di*

Non mancano, tuttavia, come si dirà a breve, voci contrarie, che ravvisano nella formulazione letterale di alcune disposizioni e nella mutata configurazione normativa dei fondi comuni d'investimento, il fondamento per individuare un'autonoma soggettività in capo a tali organismi<sup>113</sup>.

Ciò premesso, appare necessario richiamare, seppur sinteticamente, quanto affermato – con riferimento all'allora vigente art. 36, comma 6, TUF – dalla sentenza Cass. n. 16605 del 2010, ed analizzare l'attuale quadro normativo in materia di fondi comuni d'investimento, così come è andato evolvendosi successivamente a tale pronuncia di legittimità.

Come noto, nella richiamata sentenza, la Suprema Corte, dopo aver escluso la fondatezza della tesi della comunione dei partecipanti e del fondo come soggetto autonomo di tipo fondazionale o associativa, ha affermato che i fondi comuni costituiscono "patrimoni separati" della SGR che li ha istituiti (con la conseguenza che in caso di acquisto immobiliare nell'interesse di un fondo, l'immobile debba essere intestato alla società, con menzione del vincolo di destinazione al fondo<sup>114</sup>).

Tuttavia, sempre secondo la Corte di Cassazione, su tale patrimonio

---

*investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 691-692; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della sgr*, in *Giur. comm.*, 5, 2016 cit., 1115.

<sup>113</sup> Si esprimeva in tal senso, già prima delle modifiche attuate con il recepimento della Direttiva "AIFMD", P. CARRIERE, *Fondi comuni*, cit., 618; ID., *Dove vanno i fondi comuni di investimento (chiusi): spunti di riflessione su alcune recenti tendenze in atto nel risparmio gestito*, in AA. VV., *Scritti giuridici per P.G. Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, 171 ss.

<sup>114</sup> Affermava, precisamente, la Corte: "si può ipotizzare – ma non è questo il tema della presente causa – che l'intestazione debba essere accompagnata da un'annotazione idonea a rendere nota anche ai terzi l'esistenza del vincolo pertinenziale in favore del fondo, in coerenza con il regime di separazione patrimoniale che lo connota". La prassi operativa si è poi uniformata costantemente in tal senso, di guisa che la trascrizione degli acquisti di diritti reali su immobili, effettuati dalla società di gestione di risparmio che agisca per conto di un fondo comune di investimento, viene oggi eseguita in favore della società, la quale dovrà annotare, nel quadro "D" della nota di trascrizione, il nome del fondo a cui va imputato l'acquisto. Sul punto, anche relativamente ai problemi pratici che questo meccanismo può comportare ai fini di una adeguata conoscibilità da parte dei terzi, v., A. GALLARATI, *La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da SGR e Trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. Soluzioni non univoche*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 6, 2016, 3 ss.; A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari*, op. cit.; G. BARALIS, *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Not.*, 2012, 1249 ss.

insisterebbe una doppia titolarità: la SGR che ha istituito il fondo ha la titolarità formale dei beni di pertinenza dell'OICR; la proprietà sostanziale spetta, invece ai partecipanti.

La Cassazione, in buona sostanza – nel tentativo di trovare un punto di equilibrio delle peculiari posizioni giuridiche coinvolte nell'operazione – risolve il problema pratico ricorrendo ad una distinzione tipica degli ordinamenti di common law, quella tra *equitable owner* e *legal owner*, con ciò confermando i limiti di ogni tentativo di ricondurre il fenomeno negli schemi dominicali "classici".

La SGR, infatti, nello svolgimento della gestione del fondo, pur tendenzialmente libera nelle scelte di *asset allocation*, è, come noto, vincolata nel fine (dovendo gestire nell'interesse esclusivo dei partecipanti (v., art. 36, comma 4; art. 40 comma 1, lett. a), e comma 2, TUF), nei modi (trattandosi di gestione connotata dall'assunzione degli obblighi e delle responsabilità del mandatario ex art. 36, comma 5, TUF) e, soprattutto, nei contenuti, segnati dalla stringente normativa primaria e secondaria, nonché da quanto stabilito dal regolamento del fondo e dal piano di investimenti<sup>115</sup>.

Il principio della "duality of ownership" e dell'assenza di soggettività del fondo, espresso dalla Cassazione, è stato poi ribadito da due pronunce di legittimità<sup>116</sup> e, quasi unanimemente, dalla giurisprudenza di merito<sup>117</sup>.

---

<sup>115</sup> Cfr., Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7232, secondo cui: "una gestione dei beni inclusi nel fondo, da parte del "proprietario" del fondo (la SGR), vincolata nel fine, nel metodo e nelle responsabilità in favore di coloro che hanno fornito i mezzi per l'acquisto dei beni (i partecipanti), non può che far degradare quella posizione giuridica di "proprietà" a posizione formale, svuotata di gran parte di quella sostanza – la signoria del volere nell'interesse proprio – che caratterizza la proprietà come abitualmente conosciuta, enucleata da quel che la connota e ricostruita in chiave essenzialmente obbligatoria a scopi eminentemente funzionali, quali consentire agevolmente il traffico giuridico, massimizzare le possibilità di profitto per partecipanti non in grado di gestire investimenti quali quelli descritti nel regolamento, aprire il mercato interessato dal regolamento ad investimenti che solo la raccolta attraverso i fondi può consentire".

<sup>116</sup> Cfr., Cass., 20 maggio 2013, n. 12187, in *Riv. not.*, 2013, 744; Cass., 19 giugno 2013, n. 15319.

<sup>117</sup> Si rifanno al tale principio, Trib. Rovigo 21 ottobre 2010, in *Soc.*, 9, 2011, 1057 ss., con nota di R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*; App. Venezia 1 marzo 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 812 ss., con nota di G. MARCHETTI, *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*; Trib. Milano 2 aprile 2011, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Milano, 29 marzo 2012, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Trib. Milano, 30 maggio 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano 13 dicembre 2012, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Roma, 20

La questione della qualificazione del fondo, che sembrava quindi, per lo meno in apparenza, chiusa, ha al contrario ripreso vigore negli anni successivi a tale pronuncia, alimentata (anche) da una lunga serie di interventi di modifica, integrazione e adattamento della normativa primaria e secondaria, i quali hanno profondamente alterato, rispetto al passato, la configurazione normativa degli OICR contrattuali e la relativa disciplina (tuttora in evoluzione per effetto del recepimento della Direttiva 2014/91/UE “UCITS V”)<sup>118</sup>.

In primo luogo, la stessa fattispecie di OICR ha subito una evoluzione normativa, passando dalla configurazione originaria di “mero modulo

---

maggio 2014 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 1664 ss., con nota di M.C. ROSSO; Tribunale Milano, 11 maggio 2015, n. 5876, reperibile integralmente sul sito [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); in *Giur. Comm.*, 3, 2016, 607 ss., con nota di S. CORSO, *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire*; in *Giur. comm.*, 5, 2016, 1107 ss., con nota di L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni*, cit.; in *Soc.*, 2015, 1141, con nota adesiva di P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*; in *Giur. it.*, 2016, 89, con nota di L. IACUMIN, *L'azione sociale di responsabilità esperita dalla S.G.R. a tutela del fondo gestito*; Tribunale Roma 10 giugno 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Mantova 19 maggio 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>118</sup> Si fa riferimento, alle modifiche e ai correttivi apportati nel corso del tempo: dal d.l. n. 78 del 2010 (che ha modificato l'art. 36, comma 6, TUF, oggi nuovamente “riformulato” all'art. 36, comma 4, TUF); al d. lg. n. 47 del 2012 (che ha introdotto all'art. 57, TUF, i commi 3-bis e 6-bis, poi ulteriormente modificati dal d. lg. 181 del 2015); alla vera e propria rivoluzione operata sulla complessiva disciplina del risparmio gestito da parte del d. lg. n. 44 del 2014 (che ha recepito e attuato la direttiva 2011/61/UE, “AIFMD” sui fondi alternativi); al d. l. n. 18 del 2016 (convertito con modificazioni dalla legge dell'8 aprile 2016, n. 49) recante disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio per favorire il credito alle imprese, che ha introdotto nel nostro ordinamento gli “OICR di credito”; da ultimo, al d.lgs. n. 71 del 2016, di attuazione della direttiva 2014/91/UE (“UCITS V”) che, modificando ma non sostituendo la precedente direttiva UCITS ha introdotto alcune innovazioni in materia di funzioni del depositario, politiche retributive e regime sanzionatorio di OICVM. Si considerino, inoltre, le molteplici modifiche intervenute anche a livello di normativa secondaria al fine di adattare le regole al mutato quadro normativo di rango primario ed europeo. Da ultimo, a seguito del recepimento della “UCITS V”, sono in corso le modifiche al “Regolamento Emittenti”, al “Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio” e al “Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio” del 19 gennaio 2015 (come da ultimo modificato con Provvedimento Banca d'Italia del 23 dicembre 2016).

gestorio" (complesso di beni)<sup>119</sup>, a vera e propria massa patrimoniale autonoma "alla quale riferire non solo elementi attivi, ma anche elementi passivi"<sup>120</sup>. In questo senso deve essere intesa la nuova formulazione dell'attuale art. 36, comma 3, TUF, che non si limita a definire i fondi comuni di investimento (e i comparti di fondi) come patrimoni *autonomi e distinti a tutti gli effetti*, ma anche a prevedere che delle *obbligazioni* contratte *per conto del fondo*, la SGR "risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo".

Inoltre e ulteriormente, nell'attuale quadro normativo (in particolare come risulta oggi a seguito del recepimento del regime introdotto con l'AIFMD) si rinviene una varietà di tipologie di fondi comuni d'investimento sempre più sofisticati e caratterizzati da meccanismi di gestione e funzionamento peculiari<sup>121</sup>. Si consideri, in particolare:

- la possibilità per la SGR di ricorrere all'indebitamento (nei limiti previsti e diversificati a seconda della tipologia di fondo) per conto del fondo al fine di finanziare il programma di investimenti del fondo stesso<sup>122</sup>;

---

<sup>119</sup> L'articolo 3, comma 2, l. 23 marzo 1983, n. 77, disponeva, infatti, che ciascun "fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione", precisando che sul fondo medesimo "non sono ammesse azioni dei creditori della società gerente" e che "le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi". Tale definizione era stata poi trasfusa, nell'impianto originario del TUF, all'art. 36, comma 6, sostanzialmente analoga (salvo talune varianti quali il riferimento al comparto del fondo o, ancora, la puntualizzazione che il fondo risultava sottratto anche alle azioni dei creditori del depositario.

<sup>120</sup> Così, G. FERRI JR, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, 1-2.

<sup>121</sup> Si consideri, infatti, la già richiamata tendenza del mercato europeo e nazionale del risparmio gestito a configurare prodotti e modalità operative tendenti a "sovrapporre" le categorie di OICR formalmente previsti, con evidente ridimensionamento della categorizzazione legale. In questo senso, come visto, sono stati identificati con il termine "NEWCITS" quegli OICVM che, pur rispettando formalmente il quadro normativo UCITS, adottano in realtà tecniche di gestione tipiche dei FIA (cfr. sul punto, gli autori richiamati in nt. 12). Inoltre, diffusa è anche la tendenza di istituire OICR contrattuali che presentano una combinazione degli elementi tipici sia delle forme di tipo chiuso che di quelle di tipo aperto (sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 109 ss. e 122).

<sup>122</sup> La possibilità di ricorrere all'indebitamento è infatti diversificata a seconda che si tratti di OICVM e di FIA, ed in particolare a seconda che si tratti di FIA non riservati (in part. FIA chiusi e immobiliari), con riferimento ai quali vigono

- la possibilità di investire in strumenti finanziari derivati, i quali possono generare obbligazioni di importo ampiamente superiore all'investimento iniziale, in forza dell'operatività di meccanismi differenziali<sup>123</sup>;
- la previsione ex art. 57, comma 6-bis, TUF, di un'apposita procedura di liquidazione giudiziale del fondo (o del comparto) insolvente, a prescindere e indipendentemente dalla sottoposizione della SGR alla liquidazione coatta amministrativa;
- l'attività di gestione dei FIA immobiliari, la quale non è limitata alla compravendita di immobili ma anche ad attività di amministrazione e valorizzazione, in senso lato, di tali beni;
- la possibilità per i regolamenti degli OICR contrattuali (specialmente, FIA riservati) di prevedere la presenza di comitati dei partecipanti con funzioni diversificate (ancorché di tipo consultivo o informativo e non di gestione in senso stretto)<sup>124</sup>;
- la previsione ex art. 37, comma 3, TUF, di un organo collegiale (l'assemblea dei partecipanti), con potere di deliberare sulla "sostituzione del gestore"<sup>125</sup> (il che, ricomprenderebbe anche il

---

determinati limiti prudenziali, ovvero di FIA riservati, rispetto ai quali non sono previsti limiti di indebitamento, nella logica di preminenza dell'autonomia privata che caratterizza tale tipologia di OICR. Cfr., art. 25 Direttiva AIFM; artt. 6, 7, 8, 111, 112, Reg. Ue 231/2013; art. 6, comma 1, lett. c), TUF; Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 6.4; Sez. V, par. 6.2; Sez. VI, par. 2, Regolamento Gestione Collettiva. Per quanto concerne il D.M. 30/2015, v., art. 3, comma 4, lett. c); art. 11, comma 3, lett. b); art. 14, comma 6, lett d).

<sup>123</sup> Anche in questo caso con previsioni diversificate a seconda della tipologia di OICR (v., Titolo V, Cap. I, Sez. I, par. 3.1.2., Cap. III, Sez. II, par. 5., Sez. V, par. 4 Reg. Gestione Collettiva).

Sul punto cfr., G. FERRI JR, *L'incapienza*, cit., 696-697.

<sup>124</sup> Cfr., R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni d'investimento chiusi*, in *Soc.*, 11, 2010, cit., 1345.

Sul punto, di recente, v. Cass., sez. II civ., 30 dicembre 2015 n. 26131, cit., nella quale condivisibilmente si ritiene incompatibile con la normativa di settore e con la corretta gestione dei fondi, la delega di fatto ai quotisti dell'amministrazione dei fondi stessi, la quale rappresenta un'ipotesi di "vanificazione di funzioni e prerogative del gestore" tale da determinare uno snaturamento dell'istituto stesso dei fondi comuni. La Corte, espressamente afferma: "il sistematico svuotamento delle competenze gestorie, a beneficio dei quotisti o di loro comitati, costituisce, infatti, di per sé, anomalia significativa, tale da compromettere l'indipendenza della SGR".

<sup>125</sup> Ai sensi dell'art. 37, comma 3, TUF, come da ultimo modificato dall'art. 4, d. lg. 44/2014, "il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i

potere di attivare la messa in liquidazione del fondo ex art. 57, comma 6-bis, TUF)<sup>126</sup>, ma anche, potenzialmente, su ulteriori materie, nel caso di FIA riservati<sup>127</sup> e di fondi comuni istituiti prima dell'introduzione del d. lg. n. 44 del 2014<sup>128</sup>.

Sulla base della richiamata evoluzione normativa e dei suddetti aspetti caratterizzanti, attualmente, la *governance* e il funzionamento dei fondi comuni d'investimento (specialmente i FIA chiusi ed i FIA immobiliari), in

---

partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore [...]". Sul contenuto e i limiti del potere di sostituzione della SGR si veda, da ultimo, V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di in R. D'Apice, Bologna, 2016, 323-324. Si vedano, inoltre, le considerazioni, ancora attuali, di R. DELLA VECCHIA, *La governance*, cit., 1339; ID., *Commento al D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Soc.*, 2011, 294 ss.; P. CARRIERE, *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 44 ss.

<sup>126</sup> Ciò, sulla base del fatto che l'apertura della liquidazione giudiziale del fondo ex art. 57, comma 6-bis, TUF, determinando il passaggio del potere gestorio dalla SGR agli organi della procedura, configurerebbe una ipotesi legale e obbligatoria di "sostituzione", rientrando nell'art 37, comma 3, TUF.

<sup>127</sup> L'art. 37, comma 3, infatti, si limita ad escludere che l'assemblea dei fondi chiusi "diversi dai FIA riservati" possa deliberare su materie diverse dalla sostituzione del gestore. Il limite, quindi, non opera nel caso di FIA riservati (siano essi aperti o chiusi). In tale tipologia di OICR, pertanto, le materie di competenza dell'assemblea dei partecipanti (ove prevista dal regolamento del fondo) saranno liberamente determinate su base pattizia (salvo, ovviamente, il generale divieto di ingerenza nella gestione). Cfr., sul punto, V. MARZOVILLO, *Gli investitori*, cit., 324; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 139 ss., ove un'approfondita analisi relativa al funzionamento dell'assemblea dei quotisti, al contenuto e ai limiti del diritto di *voice* ivi esercitabile da parte della collettività dei partecipanti, nonché alla prevedibilità di tale organo nel caso di FIA aperti non riservati (sullo specifico punto, v., in part., p. 142-143).

<sup>128</sup> Prima dell'intervento riformatore, infatti, l'art. 37 comma 2 bis, TUF, prevedeva la possibilità per l'assemblea dei partecipanti di fondi chiusi di adottare anche "delibere vincolanti" per la SGR ed "in ogni caso" di poter deliberare: sulla sostituzione della società di gestione; sulla richiesta di ammissione a quotazione, ove non prevista; sulle modifiche delle politiche di gestione. Lo stesso d.lgs. n. 44 del 2014 precisa, però, che i gestori dei fondi chiusi non riservati già esistenti "i cui regolamenti prevedono che l'assemblea dei partecipanti si pronunci su materie diverse da quelle previste dall'articolo 37, comma 3, [...] come modificato dal presente decreto, non sono tenuti a modificare i regolamenti anzidetti per adeguare le materie oggetto di delibera dell'assemblea a quanto previsto dal citato articolo 37, comma 3".



dottrina c'è chi ha parlato di "mutazione genetica" di tali organismi, per indicarne la "trasformazione", nel corso del tempo, da mero oggetto passivo di gestione ad autonomo soggetto di diritto<sup>129</sup>.

Rinviando, solo per il momento, ai motivi che inducono ad escludere una soggettività propria del fondo, risulta tuttavia evidente che la configurazione normativa degli OICR contrattuali e del loro funzionamento, così come è venuta a delinarsi nel sistema vigente, solleva ulteriori dubbi circa la correttezza del principio espresso dalla Cassazione; dubbi sollevati anche da una pronuncia di merito – Tribunale di Milano 10 giugno 2016 – nella quale, evidenziando la necessità di superare il principio espresso dalla Suprema Corte<sup>130</sup>, espressamente si afferma: "da luglio 2010 – dunque dopo la citata sentenza della Corte di Cassazione – sono tuttavia intervenute significative modifiche normative [...] che tutte univocamente si pongono nel senso di riconoscere autonomia patrimoniale – dunque capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali – ai fondi comuni di investimento".

Ciò premesso, la ricostruzione operata dalla Suprema Corte dovrebbe

---

<sup>129</sup> Cfr., P. CARRIERE, *La "crisi" nei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2014, 259.

Prima dell'arresto della Cassazione del 2010, invece, la tesi della soggettività era stata sostenuta da Consiglio di Stato, parere n. 608 dell'11 maggio 1999, in *Foro amm.*, 2000, 2225.

<sup>130</sup> Cfr., Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7232, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). Nel caso di specie, si trattava di stabilire se la sostituzione della SGR avesse o meno effetto traslativo delle azioni di una s.p.a. "contenute" nel patrimonio del fondo e, di conseguenza, se l'avvicendamento del gestore potesse quindi costituire presupposto per l'attivazione di una clausola di prelazione contenuta nello statuto di detta s.p.a. In particolare, nella richiamata sentenza, il tribunale ritiene che l'avvicendamento del gestore (avvenuta su deliberazione dell'assemblea dei quotisti) non sia in alcun modo riconducibile ad un negozio traslativo che abbia ad oggetto le azioni (così come gli altri beni) di compendio del fondo e idoneo a produrre una variazione del rapporto di controllo nelle società "partecipate" dal fondo. La sostituzione della SGR, infatti, opera su un piano eminentemente organizzativo e non determina il trasferimento (e il relativo cambio di titolarità) dei beni del fondo tra la SGR sostituita e quella subentrante. Sulla base di tali premesse, il Tribunale respinge la domanda del socio che riteneva violato il proprio diritto di prelazione previsto statutariamente dalla società le cui azioni erano compendiate nel fondo e che, secondo quanto affermato da parte attorea, sarebbe scattato per effetto dell'avvicendamento della SGR. Cfr., per una disamina di tale pronuncia, P. BASILE, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 1, 2017; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 129 ss.

quindi essere ridimensionata nella sua portata applicativa; ed infatti, conclude tale sentenza: “le questioni che volta a volta si pongono in relazione a titolarità, intestazione, circolazione dei beni del fondo vanno affrontate tenendo presente il fondamentale vincolo in favore dei sottoscrittori, obiettivi di funzionalità rispetto a questo e la natura essenzialmente formale e puramente strumentale della intestazione alla SGR, senza indulgere in schematismi dogmatici che, sovrapponendosi alla disciplina normativa, rischiano non solo di non tutelare ma di danneggiare gli investitori, ponendosi in contrasto con i punti chiari e qualificanti che il legislatore ha posto come fulcro dell’istituto, cioè la segregazione patrimoniale e la gestione nell’interesse degli investitori”<sup>131</sup>.

#### **4.1. (Segue). Il fondo come patrimonio privo di soggettività giuridica**

Così delineati i termini dell’attuale dibattito in punto di qualificazione del fondo, appare necessario tirare le somme e ricercare sulla base della disciplina attuale, la soluzione maggiormente coerente con il dato normativo e gli interessi in gioco.

Sebbene il dato normativo consenta oggi di risolvere la maggior parte delle conseguenze pratiche in passato condizionate dalla diversa qualificazione giuridica cui si aderiva, l’esigenza di un inquadramento della fattispecie non è venuta completamente meno, rimanendo tuttora aperte alcune rilevanti questioni non espressamente disciplinate (o disciplinate solo parzialmente) dalla regolazione vigente<sup>132</sup>.

A ben vedere, l’approccio al problema appare condizionato, in punto di

---

<sup>131</sup> Così, Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7237, cit.

<sup>132</sup> Si pensi, oltre al problema in esame dell’utilizzabilità di un accordo di ristrutturazione per conto del fondo, al tema della responsabilità del gestore per il danno indiretto subito dai partecipanti; agli effetti della sostituzione del gestore sulla titolarità dei beni facenti parte del fondo; al problema della qualificazione del “trasferimento” dei beni da un OICR contrattuale (o da un comparto di fondo) ad altro OICR contrattuale gestito dalla medesima SGR. Tutte questioni che, non trovando, ancora oggi, una precisa soluzione normativa, impongono uno sforzo notevole dell’interprete al fine di ricercare, di volta in volta, soluzioni pratiche il più possibile coerenti con il sistema complessivo. In quest’ottica, rilevava già P.G. JAEGER, *Sui fondi comuni d’investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, 1119, che l’importanza della qualificazione giuridica del fondo comune è di tutta evidenza “giacché la soluzione del problema non potrà fare a meno di fornire all’interprete un orientamento essenziale per l’impostazione delle singole questioni che si porranno”.

metodo, dal presupposto di ricercare, necessariamente, un imprescindibile binomio tra il fondo come complesso di beni ed un soggetto che potesse dirsi a vario titolo – secondo varie argomentazioni, più o meno condivisibili – proprietario di quei beni (sia esso la SGR, l'investitore, la collettività degli investitori, il fondo stesso, come organismo soggettivizzato ma non personificato). Questo tentativo di "adattare" il fenomeno all'interno di categorie concettuali tradizionali del nostro ordinamento (ed in particolare al diritto di proprietà), al fine di risolvere i problemi pratici che la fattispecie "OICR contrattuali" e la loro relativa gestione in monte comporta<sup>133</sup>, non ha condotto a risultati soddisfacenti.

Emblematica, in tal senso, la Sentenza "Rordorf" del 2010, nella quale la Suprema Corte – sulla base del duplice assunto per cui "l'ordinamento mal sopporta l'esistenza di un patrimonio privo di titolare" e che anche negli altri casi di segregazione patrimoniale funzionale ad uno scopo (come ad esempio nei patrimoni destinati ex 2447-bis ss., c.c.) "non si dubita che il patrimonio separato (o destinato) sia pur sempre da ricondurre alla titolarità del soggetto (persona fisica o giuridica che sia) dal quale esso promana" – opta per la tesi del fondo comune come patrimonio separato della SGR, salvo poi dover ricorrere ad accorgimenti concettuali e pratici che rendano comunque coerente la fattispecie concreta con l'inquadramento prescelto.

In quest'ottica, appare evidente, infatti, come al di là del riferimento, operato dalla Corte, agli schemi dominicali, le formule della proprietà "in senso formale" ed "in senso sostanziale" esprimano pur sempre concetti atipici, richiamati con una valenza meramente descrittiva delle posizioni giuridiche (del tutto peculiari) coinvolte e allo scopo, poi, di ricavare una soluzione soddisfacente al problema pratico posto nel caso concreto<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> I problemi affrontati finora attengono, in particolare: alla circolazione dei beni compendati nel fondo e ai profili connessi; al regime di responsabilità e relativi strumenti di tutela; agli effetti dell'avvicendamento del gestore; al funzionamento dell'assemblea e dei comitati dei quotisti, nonché, appunto, alle modalità di gestione della crisi per incapienza dell'OICR contrattuale.

<sup>134</sup> Si consideri, ulteriormente, che dal punto di vista pratico la stessa Corte, nel risolvere il problema dell'intestazione del bene immobile acquistato per conto del fondo, prima afferma che lo stesso, coerentemente con la titolarità (ancorché "formale") in capo alla SGR, debba essere intestato a questa, ma poi "suggerisce" l'idea di un'annotazione da cui risulti che quel determinato bene faccia parte di quel patrimonio (l'OICR). Senza tale opportuno correttivo sul piano applicativo, la scelta sarebbe stata del tutto incoerente con i meccanismi di funzionamento e apertamente in contrasto con la disciplina del fenomeno, nonché inaccettabile da

Ad ogni modo, seppur non condivisibile nella sua portata sistematica, la ricostruzione della Suprema Corte del 2010, ha avuto il pregio di evidenziare, esplicitamente o implicitamente:

- che l'OICR contrattuale, a prescindere dalla tipologia prescelta, non può essere coerentemente "elevato" a soggetto di diritto.
- che le peculiarità del fenomeno (in particolare, il verificarsi di una "doppia separazione", operante in senso sia verticale che orizzontale) e dei rapporti giuridici coinvolti rendono necessaria una ricostruzione secondo schemi del tutto o parzialmente nuovi.

Con riguardo al primo aspetto, appare ancora del tutto condivisibile l'affermazione della Suprema Corte per cui gli OICR contrattuali non sono organismi in grado di "autodeterminare – almeno parzialmente ma in modo significativo – le proprie scelte e le linee guida del proprio agire"<sup>135</sup>. Infatti, oggi come in passato, è assente una struttura organizzativa che consenta al fondo comune di rapportarsi direttamente con i terzi e non sia limitata, esclusivamente, ad incidere variamente (oggi, peraltro, in modo ancor più ristretto rispetto al passato) esclusivamente su alcune dinamiche del rapporto con il gestore<sup>136</sup>. Da questo punto di vista, il fatto che il fondo comune possa essere dotato, per previsione normativa o per scelta del regolamento di gestione, di due o più organi (assemblea e comitati consultivi) nei quali si esprime una *voce* dei partecipanti, non è di per sé sufficiente, giacché tali organi sono pur sempre privi di qualsiasi rilevanza verso i terzi ed operano nei limiti, molto stringenti, del principio di autonomia della SGR<sup>137</sup>.

Più in generale, continuano a difettare strumenti o meccanismi che

---

un punto di vista della tutela dei terzi e della certezza dei traffici giuridici (sul punto, v., *supra*, nt. 31, e gli autori *ivi* richiamati).

<sup>135</sup> Cfr., Cass. 16660/2010, cit.

<sup>136</sup> In questo senso, il ruolo dell'assemblea dei partecipanti è limitato ad incidere, come visto, solamente su alcune fasi del rapporto quotisti-gestore, ma mai direttamente su posizioni di soggetti diversi dalla SGR. Inoltre, come visto, il ruolo dell'assemblea dei quotisti, può assumere oggi una rilevanza maggiormente significativa e variegata (ma pur sempre confinata a funzioni di tipo essenzialmente consultivo o autorizzativo "debole") solamente nei FIA riservati, dato il possibile più ampio esplicarsi dell'autonomia privata in tale tipologia di OICR.

<sup>137</sup> Elemento restrittivo che differenzia gli OICR contrattuali, ad esempio, dalle associazioni, dalle società di persone o dai fondi speciali per la previdenza e assistenza ex art. 2117, c.c.; tutte ipotesi dove è riscontrabile una struttura organizzativa di rilevanza anche esterna (v., in tal senso, Cass., n. 7755 del 17 maggio 2003).

consentano ad un fondo comune di porsi esso stesso, direttamente, in relazione con i terzi, abbisognando a tal fine sempre e comunque dell'intervento di organi esterni quali, appunto, quelli della società di gestione.

Inoltre, è la stessa formulazione di legge a ribadire espressamente che anche nell'attuale sistema normativo, il fondo comune di investimento rileva pur sempre come patrimonio oggetto dell'attività di impresa della SGR e non come autonomo soggetto giuridico. Dirimenti, in questo senso, le due norme "centrali" in punto di gestione collettiva di OICR contrattuali: l'articolo 36, TUF secondo il quale il fondo "costituisce un patrimonio autonomo" (comma 6) e l'art. 57, che lo considera oggetto di possibile cessione (comma 3-bis).

Sempre in tale prospettiva, è significativo il fatto che la responsabilità del gestore, per espressa previsione dell'art. 36, comma 3, TUF, si indirizza verso i partecipanti del fondo e non nei confronti dell'OICR, come sarebbe logico prevedere qualora quest'ultimo avesse una soggettività propria.

E ancora, la ricostruzione che vuole la SGR titolare dei beni del fondo, non appare conciliabile, inoltre, con la normativa che regola gli effetti della sostituzione del gestore, operazione che – come previsto e pacificamente sostenuto – consiste e si esaurisce, sul piano organizzativo, in una modifica del regolamento del fondo, e non in un trasferimento dei beni o del complesso dei rapporti giuridici di compendio del fondo al nuovo gestore<sup>138</sup>.

---

<sup>138</sup> Cfr., art. 37, comma 3, TUF e par. 4.1.1., Sezione II, Capitolo I, Titolo V, Reg. Gestione Collettiva.

La sostituzione della società incaricata della gestione del fondo non integra, pertanto, un trasferimento a un terzo cessionario dei beni inclusi nel fondo stesso, realizzando esclusivamente l'alternanza tra due soggetti nella gestione dell'OICR contrattuale. In questo senso, Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7237, cit., il quale, emblematicamente, ritiene l'avvicendamento del gestore "assimilabile piuttosto al mutamento, per vari motivi [...] delle persone fisiche o giuridiche che, in un determinato momento, assumono la carica di amministratori di s.p.a."

Con riferimento, invece, ai possibili effetti, sul piano organizzativo e strutturale, derivanti dall'avvicendamento del gestore a seguito non di sostituzione dell'assemblea dei quotisti, ma di fusione (anche transfrontaliera) tra due o più SGR, cfr., G. SCOGNAMIGLIO, *La fusione transfrontaliera di Sgr*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 203 ss. Sul tema, si vedano inoltre le considerazioni, pienamente valide anche con riferimento all'attuale assetto normativo, di M. MAUGERI, *Operazioni di fusione e scissione tra società di gestione del risparmio. Procedura di fusione di fondi comuni*, in *ASSOGESTIONI, La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000, 235, e di A. GALANTE – P. LUCCARELLI, *Le operazioni di*

Per quanto concerne il secondo aspetto richiamato, in primo luogo, è evidente l'incompatibilità dell'utilizzo degli schemi dominicali per ricostruire compiutamente la disciplina: come è stato efficacemente notato, qualificare la SGR come proprietaria dell'OICR non può che rappresentare una distorsione del concetto comunemente accolto di proprietà; e lo stesso vale per la posizione dei partecipanti<sup>139</sup>.

La fattispecie degli OICR contrattuali, inoltre, rappresenta un fenomeno di destinazione patrimoniale del tutto peculiare, non pienamente assimilabile, per struttura e disciplina, ad altre ipotesi previste nel nostro ordinamento. In particolare, l'accostamento operato dalla stessa Corte di Cassazione ai patrimoni destinati ad uno specifico affare (artt. 2447-*bis* e ss., c.c.) non può che essere inteso in senso lato, giacché sono vistose ed evidenti le differenze che intercorrono tra quelle tecniche di separazione patrimoniale e quella che si realizza con i fondi comuni d'investimento<sup>140</sup>.

Infine, è interessante notare come, anche nei principali ordinamenti europei continentali si faccia generalmente riferimento al fondo comune come oggetto di comproprietà dei partecipanti, salvo poi prevedere espresse deroghe e adattamenti alla disciplina della comproprietà, necessitati dalla

---

*fusione e scissione fra sgr e la procedura di fusione tra fondi comuni d'investimento*, in *Soc.*, 1999, 1522.

<sup>139</sup> È di immediata evidenza che né la situazione della SGR, né quella dei partecipanti presentano le due "facoltà" tipiche – godere e disporre in modo pieno ed esclusivo del bene oggetto del diritto – in cui si risolve il contenuto del diritto di proprietà. Cfr., R. COSTI, *La struttura*, cit., 1968, 192 ss.

<sup>140</sup> Per una disamina delle differenze strutturali e funzionali intercorrenti tra i fondi comuni d'investimento ed i patrimoni destinati, v., F. GENTILONI SILVERI, *Gestioni collettive e individuali: responsabilità del conferente. Differenze e identità nella gestione del risparmio e nei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Roma, 2006, 9 ss. e 125 ss.; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni*, op. cit. In quest'ottica, si consideri, brevemente, che: i) i fondi comuni d'investimento sono costituiti da valori provenienti esclusivamente dagli investitori (la SGR non può essere intesa, quindi, come società "segregante" tale patrimonio); ii) il patrimonio generale della SGR non varia in ragione dell'acquisto, della cessione o della liquidazione dei beni del fondo; iii) nel caso dei patrimoni destinati si realizza un'attività amministrativa condotta dalla s.p.a. principalmente nell'interesse proprio (infatti, una volta conclusa l'attività oggetto dell'affare e dedotte le pretese dei creditori e dei terzi che abbiano prestato apporti, il risultato utile viene appreso dalla società che ha intrapreso l'iniziativa imprenditoriale alla cui realizzazione era finalizzata la segregazione patrimoniale) laddove, invece, nella gestione collettiva l'attività del gestore è (anzi, deve) essere svolta nell'esclusivo interesse dei partecipanti, ed il patrimonio collettivo è istituito per la realizzazione del servizio finanziario di gestione collettiva.

struttura e dai meccanismi di funzionamento dell'operazione finanziaria e nel rispetto di quanto previsto dal quadro normativo europeo ("UCITS-AIFMD")<sup>141</sup>.

Se si prende in considerazione quanto affermato sinora, occorre prendere atto, allora, che gli OICR contrattuali sono, nella loro essenza economica prima ancora che giuridica, patrimoni, istituiti interamente (ed esclusivamente) attraverso l'apporto di valori (denaro o beni, ove consentito) eseguiti dagli investitori.

Su tali patrimoni, sulla base del regime di autonomia e destinazione che li caratterizza e che ne costituisce l'essenza, non insistono evidentemente diritti di proprietà in senso tecnico<sup>142</sup>. In questo senso, appare possibile ritenere che con riferimento a tali patrimoni – esclusivamente destinati allo scopo d'investimento finanziario per il quale vengono istituiti – nessuno possa dirsi, a tutti gli effetti, "titolare"<sup>143</sup>.

Infatti, ove anche si ammetta che i quotisti siano i comproprietari "sostanziali" del fondo, occorre, al tempo stesso, prendere atto che questi ultimi non possono in alcun modo disporre (amministrare, utilizzare, scegliere i beni) di tale patrimonio, ma solo godere dell'eventuale

---

<sup>141</sup> Nel sistema francese, ad esempio, l'OICR contrattuale (*fonds communs de placements*) è espressamente qualificato in termini di comproprietà dei partecipanti, ma contestualmente si prevede che non trovino applicazione le norme del codice civile che disciplinano tale istituto (cfr., art. L. 214-34-24, Code monétaire et financier). Analogamente avviene in Lussemburgo, ove si qualifica il fondo comune di investimento come comproprietà dei partecipanti, salvo prevedere espresse deroghe a tale regime (cfr., artt. 5 ss., L. 17 dicembre 2010, concernente *les organismes de placement collectif*). In Germania, invece, si prevedono due diversi modelli di fondi contrattuali: quello della proprietà fiduciaria (*Treuhandlosung*), in cui l'OICR è formalmente di proprietà del gestore; e quello della comproprietà (*Miteigentumslosung*), in cui l'OICR è di comproprietà degli investitori; ma anche in questo caso sono previste deroghe per evitare che da tale qualificazione derivino conseguenze non conciliabili con il corretto o efficace svolgimento dell'operazione. Su tale aspetto e per una disamina approfondita degli altri profili problematici, in un'ottica di comparazione, si rinvia a G. GASPARRI – M. STELLA RICHTER, *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*, Roma, 2014; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 71 ss.; C. BRESCIA MORRA – L. FURGIUELE – L. SPÖGLER, *Un'analisi comparata delle regole dei principali Paesi Europei in materia di fondi comuni di investimento*, in *Minerva Bancaria*, 3, 2013, 39 ss.

<sup>142</sup> In tal senso, P.G. JAEGER, *Sui fondi comuni*, cit., 1142.

<sup>143</sup> Cfr. R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 404 ss.

incremento del valore iniziale in sede di disinvestimento<sup>144</sup>. Analogamente, ove anche si ritenga di utilizzare la formula della proprietà “formale” del gestore, occorre prendere atto che si tratta pur sempre di una “proprietà” vincolata nel fine, nei contenuti e nelle modalità.

In quest’ottica, la società di gestione è stata ritenuta, significativamente, titolare di una “funzione” e la gestione del fondo è stata considerata non come esplicazione dell’esercizio di un diritto di proprietà della SGR bensì, appunto, esercizio di un’attività di impresa “funzionalizzata” in via esclusiva al perseguimento di una attività istituzionale prevista per legge<sup>145</sup>. Il punto centrale da prendere in considerazione per ricostruire la fattispecie in maniera il più possibile aderente con il dato normativo e con la realtà economica sottostante l’operazione (e prescindendo da schematismi concettuali) sembra risiedere, allora, nel carattere di autonomia e separazione che la legge attribuisce all’OICR contrattuale. Caratteristiche che sono, evidentemente, funzionali alla destinazione esclusiva di tale patrimonio allo svolgimento del servizio di gestione collettiva.

In primo luogo, come è stato autorevolmente evidenziato, ad espressioni quali “patrimonio autonomo” e “distinto a tutti gli effetti” non è possibile riconnettere un significato univoco<sup>146</sup>. Di conseguenza, appare corretto escludere che tali formule implicino, per sé sole, una scelta del legislatore in termini di qualificazione della fattispecie, e per quanto qui rileva, in termini di soggettività del fondo<sup>147</sup>. Resta fermo, tuttavia, che “autonomia e

---

<sup>144</sup> Ciò, “evidenzia i limiti di una ricostruzione della fattispecie che cerchi fondamento nelle tipologie di diritti reali previste dall’ordinamento”. Così, R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 408.

<sup>145</sup> Così, P.G. JAEGER, *op. cit.*; in senso analogo R. COSTI, *La struttura*, cit.; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1969, 1156 ss., in part. 1159; P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., 756.

<sup>146</sup> Sulla funzione e sul significato (mutevole) che possono assumere le formule “autonomia” e “destinazione” per qualificare un determinato patrimonio, v., tra gli altri, G. OPPO, *Brevi note sulla trascrizione di atti di destinazione (art. 2645-ter, c.c.)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2007, 3 ss.; L. SALAMONE, *Gestione*, cit., 17 ss.; M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, 31 ss.; C. PETRONZIO, *I patrimoni distinti nel diritto del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2010, 399 ss., in part. 403 ss.

<sup>147</sup> Si esprime in senso contrario, P.L. CARBONE, *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, 157, secondo il quale l’ulteriore attribuzione (da parte dell’allora vigente art. 36, comma 6, TUF) dell’autonomia ad un patrimonio già dichiarato distinto da quello dei partecipanti e della società di gestione sarebbe indice della volontà del legislatore di percorrere una “terza via” tra la comunione dei partecipanti e la proprietà del gestore.



separazione significano non solo [...] destinazione, in qualche modo giuridicamente rilevante, di un complesso di beni e rapporti ad un certo impiego, ma significano distinta *imputazione* dei rapporti giuridici e *vincolo* del patrimonio ad una specifica funzione di *garanzia*, cioè alla sola garanzia delle obbligazioni nate dalla sua gestione in quell'impiego; imputazione e vincolo che possono realizzarsi unicamente in forza di una corrispondente volontà di legge [...]”<sup>148</sup>. Proprio in questo senso, e coerentemente con tale affermazione, è la stessa normativa sulla gestione di OICR contrattuali a prevedere – necessariamente e a prescindere dalla soggettività di tali organismi – l'imputazione direttamente in capo al fondo, “degli effetti dei rapporti giuridici che interessano l'attività di gestione: rapporti che possiamo anche dire che risultano instaurati (o subiti) da parte della SGR, ma gli effetti dei quali ricadono, giocoforza, sempre e comunque esclusivamente sul patrimonio-OICR”<sup>149</sup>.

In buona sostanza, la disciplina in esame prevede l'istituzione di una massa patrimoniale autonoma, il cui potere di gestione, finalizzato al perseguimento dell'altrui interesse, è affidato ad un determinato soggetto non in virtù della titolarità di un diritto di proprietà, ma proprio in vista dell'esecuzione di una specifica attività finanziaria. Dopodiché, diventa frutto di mera convenzione linguistica l'attribuzione del *nomen* “proprietà formale” o “proprietà-funzione” ad una fattispecie caratterizzata, ontologicamente, dalla separazione soggettiva tra il potere (vincolato) di disporre e il diritto (anch'esso vincolato nei tempi e nei modi) di godere di un determinato patrimonio.

L'autonomia e la separazione del fondo, a prescindere dall'appartenenza di tale patrimonio, rispondono quindi ad una specifica funzione economico-sociale: non tanto (o non solo) come scopo di tutela della destinazione del bene, ma anche come tecnica necessaria ad assicurare l'efficacia della gestione in monte, da cui deriva la realizzazione degli interessi dell'investitore-partecipante e degli altri soggetti coinvolti<sup>150</sup>.

Alla luce di tali specifiche caratteristiche e della disciplina complessiva, appare condivisibile ritenere che gli OICR contrattuali, ancorché non soggetti giuridici e ancorché privi di un soggetto che possa dirsi proprietario in senso tecnico, rappresentino, tuttavia, centri di imputazione di interessi indipendenti (della SGR, dei partecipanti, dei creditori per conto del fondo e del depositario). Interessi, che la disciplina di settore

---

<sup>148</sup> Cfr., G. OPPO, *Sulla “autonomia” delle sezioni di credito speciale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1979, 6.

<sup>149</sup> Così, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 137.

<sup>150</sup> Cfr., P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., 754 ss.

tutela proprio attraverso la previsione di uno specifico regime di autonomia e destinazione, che si esplica nella previsione di peculiari rapporti e dinamiche caratterizzanti incentrate su quel patrimonio collettivo<sup>151</sup>.

In definitiva, quindi, sembra più corretto, da un lato, limitarsi a considerare gli OICR contrattuali come figure tipizzate la cui disciplina è tendenzialmente racchiusa nelle norme speciali che li regolano e, dall'altro lato, risolvere i vari problemi pratici non ricorrendo a schematismi concettuali al fine di ricavarne possibili soluzioni, bensì ricercando la soluzione di volta in volta più coerente con i connotati essenziali del servizio finanziario<sup>152</sup>.

Che questa sia l'impostazione preferibile è dimostrato anche dal fatto che il riconoscimento di una proprietà "piena" alla SGR dei beni costituenti il fondo condurrebbe, come già segnalato, a risultati pratici non sempre coerenti ed anzi, in contrasto con la disciplina stessa della gestione collettiva, laddove non corretti sul piano applicativo<sup>153</sup>.

---

<sup>151</sup> Sul punto, R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 404 ss.

<sup>152</sup> Cfr., R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 406. Impostazione condivisa, in giurisprudenza, da Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7237, cit.

Ovviamente, laddove la disciplina nulla preveda o sia prevista una disciplina embrionale, sarà compito dell'interprete colmare eventuali lacune normative attraverso il richiamo analogico a situazioni simili. Da questo punto di vista, è stato efficacemente rilevato che le regole che disciplinano la gestione collettiva, depongono nel senso che il fondo si muove nei traffici giuridici "secondo schemi che producono effetti non dissimili da quelli tipicamente riconducibili alle forme dotate di personalità-soggettività giuridica" (così, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 138). In quest'ottica, ad esempio, non appare metodologicamente inesatta la scelta di richiamare analogicamente la disciplina di s.p.a. ancorché, come visto, il fondo non sia qualificabile come soggetto giuridico. Si pensi, ad esempio, alla possibilità di richiamare la disciplina sulle azioni di responsabilità di cui agli artt. 2393 ss., c.c., in caso di gestione del fondo contraria alla normativa o al regolamento e in danno dei partecipanti o, ancora, la disciplina dell'assemblea di s.p.a. per integrare alcuni aspetti inerenti il funzionamento dell'assemblea dei quotisti.

<sup>153</sup> Prendendo in esame, ad esempio, la questione dell'intestazione dei beni immobili di compendio dei FIA, se la SGR fosse proprietaria "a tutti gli effetti" del fondo, l'intestazione del bene dovrebbe avvenire in favore e contro la SGR stessa, il che – se non opportunamente corretto sul piano applicativo attraverso idonei meccanismi di pubblicità – risulterebbe in radicale contrasto con le norme e i principi che regolano la gestione collettiva, ed in particolare: con il regime di separazione patrimoniale sancito dall'art. 36, comma 4, TUF; con l'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), TUF, in base al quale le SGR "adottano misure idonee a

---

salvaguardare i diritti dei partecipanti agli OICR gestiti; con l'art. 21, comma 8, AIFMD, il quale disciplina le modalità di intestazione degli strumenti finanziari di compendio dell'OICR, i quali devono essere registrati nei libri contabili dal depositario "in modo che possano essere chiaramente identificati come appartenenti al FIA conformemente alla legge applicabile in qualunque momento"; con il principio di ragionevolezza, il quale impone che, operando un regime di separazione patrimoniale tra patrimonio della SGR e fondo comune, le modalità di intestazione dei beni del fondo non possano produrre l'effetto di confondere i terzi; con le regole in tema di informazione finanziaria e contabilità; in quanto i bilanci delle SGR non includono all'attivo patrimoniale i beni di compendio dei fondi gestiti. Ugualmente, qualora si ritenesse la SGR proprietaria "piena" dei beni, in caso di sostituzione del gestore dovrebbero, di conseguenza, verificarsi effetti traslativi sui beni compendati nel fondo, con tutti i riflessi (anche di ordine fiscale) che ciò comporta. Tra questi effetti, come visto, anche l'eventuale applicazione di una clausola di prelazione di una società le cui azioni sono compendiate nel fondo. Il che sarebbe, nuovamente, in radicale contrasto con la disciplina della gestione collettiva, posto che, produrrebbe effetti contrari alla tutela degli interessi dei partecipanti e gravi alterazioni nei rapporti che riguardano il fondo non dovute a precise scelte del gestore. Si consentirebbe, infatti, a soggetti esterni (i soci della società le cui partecipazioni sono compendiate nel fondo) di esercitare un diritto di prelazione che potrebbe comportare la fuoriuscita dal patrimonio stesso delle partecipazioni sociali senza che tale cessione sia frutto di una scelta della SGR. Sempre in questo senso, si porrebbe il rischio di sottrarre ai partecipanti al fondo l'eventuale maggior valore della partecipazione oggetto di prelazione, rappresentato dalla differenza tra il valore attribuibile alla stessa e il prezzo versato a fronte dell'esercizio della prelazione. Inoltre, tali conseguenze rappresenterebbero un possibile disincentivo economico all'esercizio del potere di sostituzione del gestore inefficiente da parte dei quotisti. Come detto, invece, la sostituzione necessariamente si esaurisce, coerentemente con la disciplina della gestione collettiva, in una modifica del regolamento, e non può consistere in un fenomeno di circolazione delle partecipazioni sociali in esso compendiate (i beni, restano all'interno del patrimonio-fondo senza che operi nessun trasferimento di titolarità). E ciò, non determina la necessità di qualificare i beni compendati nel fondo come di proprietà del "soggetto-OICR", in conseguenza della non configurabile titolarità della SGR. Emblematico, in tal senso, che la giurisprudenza richiamata (cfr., Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7237, cit.; Trib. Milano 2 aprile 2011, cit.) risolve la medesima questione argomentando dal carattere "formale" della titolarità della SGR e dalle peculiarità del fenomeno (cfr., F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 131 ss., da cui sono riprese le due ipotesi e alcune delle considerazioni qui riportate). Ciò a conferma, lo ripetiamo, che si sia in presenza di una figura tipizzata, le cui conseguenze pratiche devono necessariamente essere risolte sulla base dei principi e dei meccanismi di funzionamento che regolano il servizio gestione collettiva e a prescindere dall'individuazione di un proprietario. Cfr., in questo senso, G. CASTELLANO, *Per una qualificazione*, op. cit.

Ovviamente, laddove la disciplina nulla preveda o sia prevista una disciplina embrionale, sarà compito dell'interprete colmare eventuali lacune normative attraverso il richiamo analogico a situazioni simili. Da questo punto di vista, è stato rilevato che le regole che disciplinano la gestione collettiva, depongono nel senso che il fondo "si muove nei traffici giuridici secondo schemi che producono effetti non dissimili da quelli tipicamente riconducibili alle forme dotate di personalità-soggettività giuridica"<sup>154</sup>, quali, in primis, gli OICR statutari. In quest'ottica, allora, non appare metodologicamente inappropriata l'eventuale scelta di richiamare analogicamente alcuni aspetti della disciplina prevista per le società (SICAV, SICAF o s.p.a. in genere), ancorché, come visto, l'OICR contrattuale non possa essere qualificato come soggetto o persona giuridica<sup>155</sup>.

## 5. La posizione dei partecipanti e il rapporto con la SGR

Ciò posto con riguardo alla qualificazione del fondo, ai fini di una ricostruzione coerente del regime di responsabilità che caratterizza l'operazione finanziaria in esame, rilievo centrale assume, evidentemente, l'analisi della posizione del partecipante e del rapporto giuridico che lo lega alla società di gestione. Tale rapporto infatti, costituisce, di tutta evidenza, il presupposto giuridico della responsabilità dell'una verso gli altri.

Anche tale aspetto ha suscitato notevole dibattito in dottrina, in quanto è evidente che, con la sottoscrizione delle quote, sorga un legame giuridico dalle caratteristiche controverse e peculiari, caratterizzato da una posizione del quotista difficilmente inquadrabile all'interno di altri schemi contrattuali (in primis, al rapporto di mandato) disciplinati nel nostro ordinamento. Questo rapporto tra partecipanti e SGR non è esplicitamente

---

<sup>154</sup> F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 138.

<sup>155</sup> Si pensi, ad esempio, alla possibilità di richiamare la disciplina sulle azioni di responsabilità ex artt. 2393 ss., c.c., in caso di gestione del fondo contraria alla normativa o al regolamento e in danno dei partecipanti o, ancora, la disciplina dell'assemblea di s.p.a. per integrare alcuni aspetti inerenti il funzionamento dell'assemblea dei quotisti o le dinamiche caratterizzanti il rapporto SGR-partecipanti. In quest'ottica, con riguardo alla peculiare posizione del quotista (e agli strumenti di tutela a sua disposizione) in caso di delibere consiliari invalide della SGR, sia consentito il rinvio a G. AVERARDI, *L'impugnabilità delle delibere consiliari di SGR da parte dei quotisti del fondo comune d'investimento*, in *Riv. dir. impr.*, 1, 2016, 123 ss.

definito nella legge; tuttavia, sembra possibile ricavare dalla legge sufficienti indicazioni che permettano di rintracciarne l'ossatura legale principale e le caratteristiche fondamentali<sup>156</sup>.

Ricostruendo brevemente i tratti principali caratterizzanti la posizione del quotista è opportuno rilevare, in primis, che la condizione di partecipante al fondo, ossia di parte del rapporto di partecipazione al fondo che lega ciascun partecipante alla SGR, è attribuita dall'acquisto o dalla sottoscrizione di quote di partecipazione, le quali conferiscono ai titolari diritti di tipo patrimoniale, ma anche amministrativo<sup>157</sup>.

I partecipanti rappresentano, come noto, uno degli elementi portanti su cui si basa il modello organizzativo, necessariamente trilaterale<sup>158</sup>, in cui è strutturata l'operazione economico-finanziaria; anzi, è indubbio che il perno di questa organizzazione sia proprio l'insieme delle risorse apportate dai partecipanti<sup>159</sup>; le quali costituiscono il fondo comune, quale "patrimonio separato" di cui, come visto e per usare la terminologia della Corte di Cassazione, sono "proprietari sostanziali" i partecipanti ma di cui è "titolare formale" la società di gestione<sup>160</sup>.

Le situazioni giuridiche soggettive, ed in particolare i diritti di cui sono titolari, corrispondono, quindi, ai diritti previsti nel regolamento e, limitandoci al modello legale, sono: il diritto a vedere attuata in maniera professionale una determinata politica di investimenti; il diritto al rimborso delle quote; il diritto alla distribuzione degli utili d'esercizio (cd. proventi) della gestione del fondo risultanti dalla rendicontazione periodica; i diritti di informazione e rendicontazione periodica; il diritto di categoria, nei fondi chiusi, di deliberare la sostituzione del gestore.

Tutto ciò posto, il problema della definizione dello *status* dei quotisti e della

---

<sup>156</sup> Cfr., A. LENER, *Il rapporto tra i partecipanti e la società di gestione del fondo*, in AA. VV., *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento. Atti del convegno, Padova, 5 maggio 1984*, Padova, 1985, 44 ss.

<sup>157</sup> Il contratto concluso attribuisce sempre al quotista determinati diritti di informazione, il diritto a veder investite le somme versate secondo le regole stabilite dal regolamento del fondo, dalla legge e dalle prescrizioni di vigilanza, nonché il diritto alla restituzione di una somma pari al valore della quota alla data di esaurimento del rapporto di partecipazione. Cfr. R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 434 ss.

<sup>158</sup> Tale modello, infatti, è strutturato su tre elementi portanti: i partecipanti, la società di gestione e la banca depositaria. E' poi possibile che, nello svolgimento del servizio, siano coinvolti altri soggetti, quali i creditori del fondo, eventuali delegati di funzioni del gestore o del depositario, il *prime broker*, ecc.

<sup>159</sup> Così, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2014, 191.

<sup>160</sup> Cfr. Cass. n. 16605 del 15 luglio 2010, cit.

qualificazione del rapporto con la SGR ha lungamente impegnato la dottrina, la quale – sin dalla fase di iniziale elaborazione concettuale del fenomeno – si è attestata su posizioni divergenti.

Una parte della dottrina, facendo leva sul richiamo alla figura del mandatario operato dall'art. 36 comma 3, TUF<sup>161</sup>, ha sostenuto che i quotisti sono legati al gestore da un rapporto di mandato<sup>162</sup>, o comunque, da un mandato *sui generis*, caratterizzato da elementi peculiari intrinseci dell'operazione finanziaria in questione<sup>163</sup>.

Altra dottrina, invece, ha evidenziato che il rapporto in esame, pur esprimendo un fenomeno di gestione nell'altrui interesse, non può essere inquadrato nello schema del mandato, per la circostanza fondamentale che, a differenza del mandante, il quotista non è il *dominus* del rapporto, non avendo alcun potere di ingerenza sulle scelte gestionali della SGR<sup>164</sup>.

Muovendo da tale premessa, alcuni autori sono giunti a sostenere che, stante il carattere collettivo e autonomo della gestione, i quotisti vantano solo un diritto di credito nei confronti della SGR, potendo manifestare il proprio dissenso unicamente attraverso la cessione delle quote o la richiesta di rimborso<sup>165</sup>.

---

<sup>161</sup> Il riferimento al mandato era presente, seppur con diverse formulazioni, già nella l. n. 77 del 1983 (art. 3, comma 1, secondo periodo: “la società gerente risponde verso i partecipanti per la gestione secondo le regole del mandato”) e nella previgente disciplina del TUF (art. 36, comma 5: “la società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario”) da ultimo modificata dal d.lg. n. 44 del 2014.

<sup>162</sup> Fanno riferimento al mandato senza rappresentanza, conferito da ogni singolo investitore alla società di gestione, B. LIBONATI,  *Holding*, cit., 528 ss.; F. GALGANO,  *Le società*<sup>3</sup>, Bologna, 1986, 289 ss., secondo il quale la società occupa rispetto ai partecipanti la “posizione di un mandatario senza rappresentanza”; fa riferimento, invece, al mandato con rappresentanza, R. CORRADO,  *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in  *Banca borsa*, I, 1963, 405. V. anche G. FERRI JR.,  *Patrimonio e gestione*, cit., 51 ss., secondo il quale la disciplina dei fondi comuni rappresenta la disciplina di una peculiare forma di gestione obbligatoria, “cioè di attività dovuta nell'interesse altrui, circostanza che consente di definire in termini di mandato il rapporto che lega i partecipanti alla società di gestione”.

<sup>163</sup> Così, A. NIGRO,  *I fondi comuni di investimento mobiliare: struttura e natura giuridica*, in  *Riv. trim. dir. proc. civ.*, II, 1969, 1576 ss.

<sup>164</sup> Cfr. R. COSTI e L. ENRIQUES,  *Il mercato mobiliare*, cit., 436; A. LENER,  *Il rapporto*, cit., 55; F. ANNUNZIATA,  *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014<sup>7</sup>, 215; M. CAVANNA,  *Fondi comuni di investimento cit.*, 37; M. SEPE,  *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 181; S. CICCHINELLI,  *Debito e responsabilità*, cit., 589.

<sup>165</sup> Vedi, per tutti, R. COSTI,  *Il mercato mobiliare*, cit., 196;  *contra* P. FERRO-LUZZI,  *Un problema di metodo*, cit., 756. In giurisprudenza, la tesi è stata sostenuta da Cass. n.

Tale impostazione, che assimila la posizione dei partecipanti a quella di risparmiatori in posizione di assoluta soggezione rispetto alla SGR, non appare condivisibile, in quanto non tiene conto della netta differenza tra tipologie di fondi e connessi diritti partecipativi.

Le quote di partecipazione, infatti, attribuiscono sempre diritti patrimoniali, ma il regolamento del fondo può prevedere – come già anticipato – che esse assegnino anche diritti amministrativi, e prevedere l'esistenza di differenti classi di quote, ciascuna delle quali dotata di propri diritti patrimoniali e amministrativi<sup>166</sup>.

Inoltre, si è visto che, con riferimento a certe tipologie di fondi, la posizione dei partecipanti viene configurata dalla legge come collettività organizzata, essendo espressamente previsto dall'art. 37, comma 3, TUF, l'istituto dell'assemblea dei partecipanti, la cui introduzione ha determinato una forte innovazione nel panorama del risparmio gestito, introducendo una significativa eccezione ai canoni di eterotutela ed eterogestione che avevano storicamente contraddistinto la gestione collettiva del risparmio.

Al netto delle varie modifiche normative intervenute sul punto, le quali hanno, almeno formalmente, limitato i poteri di *voce* dei partecipanti di fondi chiusi, resta fermo che l'istituto dell'assemblea dei partecipanti consente ancora oggi a questi ultimi di dare vita ad un centro decisionale attraverso il quale intervenire in maniera incisiva, in vista della tutela dei propri interessi dall'inerzia o dall'abuso del gestore<sup>167</sup>. Inoltre, come si è visto, non è infrequente che i regolamenti dei fondi (specie di quelli chiusi e di tipo immobiliare), prevedano l'esistenza di comitati dei sottoscrittori cui sono attribuite funzioni di tipo consultivo o di controllo su alcuni profili di particolare rilevanza per la vita del fondo, nell'ottica di una maggior dialettica tra investitori e gestore<sup>168</sup>.

La posizione dei quotisti rispetto alla società gerente non può essere definita, quindi, di assoluta subordinazione, né essere fatta coincidere con la sola titolarità di un diritto di credito<sup>169</sup>. Insoddisfacente appare, tuttavia,

---

10990 del 14 luglio 2003, secondo la quale "l'investitore acquisisce soltanto un diritto di credito, rappresentato dall'obbligo della società di investimento di gestire il fondo e di restituirgli il valore delle quote di partecipazione".

<sup>166</sup> Cfr., V. TROIANO, *sub art. 37*, cit., 576.

<sup>167</sup> Cfr., sul punto, V. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006, 159.

<sup>168</sup> V., sul punto, P. CARRIERE, *Problemi aperti*, cit., 47 ss.

<sup>169</sup> Si potrebbe, anzi, osservare, che la loro posizione non è assimilabile né a quella degli obbligazionisti, né a quella degli azionisti (o dei possessori di strumenti finanziari); la peculiarità del rapporto che li lega alla società di gestione li pone in una sorta di zona grigia: ad esempio, condividono con gli obbligazionisti il fatto di

ogni tentativo di ricondurre tale posizione a quella di un mandante (e di qualificare in termini di mandato il rapporto investitore-intermediario)<sup>170</sup>. Lo schema del mandato, infatti, risulta “incompatibile con la sfera di discrezionalità riconosciuta al gestore” e “troppo angusto per poter ricomprendere tutto il fitto intreccio di rapporti e di situazioni giuridiche su cui poggia e da cui è istituito il fondo comune di investimento”<sup>171</sup>.

Il riferimento al mandato operato dal TUF, non implica, dunque, la riconducibilità dell'intero rapporto di partecipazione al contratto di cui all'art. 1703, c.c., considerate le limitate e ben minori possibilità degli investitori di “incidere” sul comportamento del gestore, rispetto a quanto previsto con riguardo alla figura del mandante.

Più precisamente, appare necessario prendere atto che, anche in questo caso, siamo di fronte ad un rapporto non compiutamente riconducibile ad altra figura tipica<sup>172</sup>, che deve essere valutato da un lato, tenendo conto delle forme operative in cui concretamente si articola la gestione collettiva<sup>173</sup>, dall'altro, distinguendo a seconda della tipologia e delle caratteristiche del fondo.

---

avere un interesse esclusivamente patrimoniale, tuttavia, a differenza di questi, partecipano al rischio della gestione in una misura più simile (se non superiore) di quanto facciano gli azionisti.

<sup>170</sup> Esclude che i beni che formano il fondo costituiscano specifico oggetto di un mandato gestorio, Trib. Milano 11 maggio 2015, in *Soc.*, 10, 2015, 1132 ss.

<sup>171</sup> Così, A. NIGRO, *I fondi comuni di investimento*, cit., 1576.

Il che, tuttavia, non esclude – trattandosi di incarico gestorio – l'applicabilità, in quanto compatibili, di taluni istituti tipici del mandato (come avviene, ad esempio, per quanto riguarda gli obblighi e le responsabilità della SGR). Sul punto, v. M. MIOLA – F. BRIOLINI, *Art 36*, in *Testo unico della finanza*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, 2002, 322; A. BORGIOLO, *La responsabilità per la gestione dei fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella L. 77 del 1983*, Milano, 1985, 134 ss., il quale parla di “rapporto contrattuale [...] nel quale possono applicarsi o per espresso richiamo o anche per analogia, alcune regole del mandato”.

Per un'ampia disamina dei profili che caratterizzano (e distinguono) il rapporto di mandato e l'attività gestoria della SGR e delle compatibilità ed incompatibilità delle relative discipline, si rinvia alle considerazioni, ancora attuali, di F. ALCARO, *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988, 123 ss.

<sup>172</sup> V., *ex multis*, A. LENER, *Il rapporto*, cit., 49; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 28, il quale parla di rapporto “ormai tipizzato”; G. GENTILE, *Il contratto* cit., 33 ss.

<sup>173</sup> Forme operative che “vedono una progressiva emersione di compiti e di prerogative degli investitori nella vita del fondo”. Così, V. TROIANO, *Art. 37*, cit., 573.



In questo senso, il rapporto di partecipazione configura, quindi, un rapporto tipico di gestione, dotato di disciplina speciale, in cui il richiamo alla responsabilità del mandatario rappresenta parte integrante di tale disciplina, pur lasciandone impregiudicata la specialità<sup>174</sup>.

A questo rapporto viene unanimemente attribuita natura contrattuale, benché la legge non si esprima esplicitamente in tal senso. D'altra parte, è pacifico che lo schema alla base di tali organismi sia, appunto, quello di un contratto d'investimento che lega i vari soggetti coinvolti nell'operazione, in primis, la società di gestione ed i partecipanti<sup>175</sup>.

Diverse opinioni sono emerse, tuttavia, con riguardo alla struttura di tale contratto: secondo parte della dottrina, infatti, il contratto intercorrerebbe tra la SGR e la collettività dei partecipanti unitariamente considerata, non dando luogo ad un rapporto SGR-investitore, bensì SGR-collettività dei partecipanti<sup>176</sup>. Tale impostazione, se da un lato tende a valorizzare quelle che sono le caratteristiche proprie della gestione in monte (e che connotano, come visto, la fattispecie generale di OICR), dall'altro lato tuttavia, come si vedrà *infra*, contrasta con il rilievo – a parere di chi scrive non dubitabile – secondo cui è (e non può che essere) il singolo investitore (e non la collettività dei quotisti) ad essere legittimato all'azione risarcitoria nei confronti della SGR, in caso di gestione illegittima del fondo da cui derivi un danno patrimoniale al partecipante.

In questo senso il rapporto appare genericamente e più correttamente assimilabile ad un contratto per adesione al quale i singoli investitori, sottoscrivendo le quote, aderiscono individualmente. Si tratta, quindi, di un

---

<sup>174</sup> Cfr., sul punto, L. PICARDI, *Impresa e contratto*, cit., 39 ss., ove un'ampia analisi delle peculiarità che caratterizzano il rapporto fiduciario che lega SGR e partecipanti.

L'assenza di incisivi poteri di ingerenza da parte dell'investitore è dunque l'elemento maggiormente valorizzato in dottrina per sostenere che il rapporto di partecipazione ai fondi non sia riconducibile *sic et simpliciter* al mandato, pur condividendo con quest'ultimo alcuni aspetti di disciplina quali, appunto, il richiamo agli obblighi del mandatario e alle conseguenti responsabilità per il gestore. Cfr., G. LEGGIERI, *Art. 39*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 593.

Tra gli altri, evidenziano che si sia in presenza di un contratto tipico, seppur non nominato, anche V. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari* (contratto di), in *Contratto e impresa*, 1986, 261 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 176; G. GENTILE, *Il contratto*, cit., 33 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, I, 1992, 50 ss.

<sup>175</sup> Così, inter alia, R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato*, cit., 437 ss.; M. MIOLA – F. BRIOLINI, *Art. 36*, cit., 318; E. TONELLI, *Le società*, cit., 22 ss.

<sup>176</sup> In questo senso, valorizzando l'introduzione dell'assemblea dei quotisti nei FIA chiusi diversi da quelli riservati, P. CARRIERE, *Problemi aperti*, cit., 42.

contratto d'investimento tipico, unilateralmente predisposto dal gestore, di cui il regolamento del fondo costituisce le condizioni generali predisposte dal gestore e accettate dall'investitore in sede di sottoscrizione delle quote<sup>177</sup>.

L'adesione al contratto-regolamento è, come detto, certamente individuale e quindi, appare corretto ritenere, sulla scia della prevalente dottrina, che la stessa non dia luogo ad un unico contratto plurilaterale, bensì alla costituzione di un fascio di rapporti bilaterali (generalmente omogenei) tra la SGR ed i singoli partecipanti all'OICR contrattuale<sup>178</sup>.

---

<sup>177</sup> Con riguardo a tale aspetto il problema si pone in termini parzialmente diversi con riferimento ai FIA riservati. In tale modello di OICR, infatti, non è raro a livello di prassi di mercato che gli intermediari che parteciperanno al fondo, contribuiscano ex ante alla predisposizione del futuro regolamento del fondo che andranno a sottoscrivere. Cfr., sul punto,

<sup>178</sup> Cfr., ex multis, R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., 412; nel regime precedente l'emanazione del TUF, A. BARTOLUCCI, *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984, 466-467. Contra L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni*, cit., 1120 ss., secondo il quale si tratterebbe di un contratto *sui generis* avente valenza eminentemente organizzativa. In particolare – secondo l'Autore richiamato – la duplice valenza che assumerebbe il regolamento del fondo, inteso sia come sede deputata all'individuazione dell'oggetto e della disciplina del "funzionamento" del fondo, sia come atto di autonomia privata previsto nel quadro della fattispecie costitutiva dell'organismo d'investimento – risulterebbe incompatibile con la lettura che identifica il rapporto in un contratto bilaterale tra SGR e singolo partecipante. Si aggiunge inoltre, che, ove tale costruzione fosse esatta, "da un lato, l'efficacia del regolamento, e pertanto l'istituzione del fondo, dovrebbe essere subordinata alla conclusione del contratto che ne rappresenterebbe il momento costitutivo; dall'altro, i partecipanti al fondo dovrebbero concorrere, se non alla formazione della disciplina contrattuale, almeno alla modifica del regolamento, esprimendo il proprio consenso". La tesi appena richiamata non appare condivisibile e risulta viziata da un approccio eccessivamente teorico. A parere di chi scrive, infatti, essa non tiene conto, da un lato, che nei fondi chiusi, specie riservati e in generale destinati ad investitori professionali, è prassi comune che i futuri partecipanti concordino con il gestore le clausole del futuro regolamento (sul punto, v. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 123 ss.). Inoltre, non appare dubitabile che, in ogni caso, gli investitori (sia che abbiano o meno concorso, in varia misura, all'assetto regolamentare) per partecipare all'operazione debbano aderire ad un modello contrattuale formalmente predisposto dal gestore e le cui clausole generali sono identificate nel regolamento del fondo. In linea teorica, inoltre, lo schema del contratto per adesione, è giustificato (pienamente ed in particolare laddove l'OICR assuma forma aperta e destinata al pubblico indistinto) dal fatto che, in linea di massima, è la SGR a detenere la competenza professionale e le informazioni necessarie alla

## CAPITOLO II

### L'ATTIVITÀ DI GESTIONE E LE REGOLE DI CONDOTTA DELLA SGR

#### **1. Il regime del gestore e il potere-dovere di amministrare l'OICR contrattuale**

Come noto, fin dall'impianto originario del TUF, l'attività di gestione collettiva di fondi comuni è stata concepita come attività riservata, esercitabile in via esclusiva (e previa autorizzazione) dapprima dalle sole la SGR<sup>179</sup> e, in seguito, anche dalle cd. "società di gestione armonizzate" che gestivano "fondi comuni di investimento armonizzati"<sup>180</sup>.

In linea generale, l'attività di istituzione e di gestione del fondo resta riservata, anche nel sistema attualmente vigente, alle società di gestione del risparmio e alle società a ciò autorizzate in base alle direttive comunitarie.

---

predisposizione di un a programma di investimenti adeguato rispetto all'andamento del mercato finanziario, alle caratteristiche del prodotto e al target di investitori. Cfr., in questo senso, G. LEGGIERI, *Art. 39*, cit., 593 ss.

<sup>179</sup> La società di gestione del risparmio (SGR) sostituiva, a sua volta, la "società di gestione di fondi comuni di investimento" di cui alla l. n. 77/1983 (*istitutiva dei fondi comuni d'investimento mobiliari*).

<sup>180</sup> Il riferimento ai "fondi comuni d'investimento armonizzati" era espressamente previsto all'art. 33, TUF, prev.; per tali si intendevano i tipi di fondi sottoposti al regime UCITS e individuati oggi, come visto, con l'acronimo OICVM. Per "società di gestione armonizzate" si intendeva, secondo quanto previsto all'art. 1, comma 1, lett. *o-bis*, TUF, prev., la società di gestione "con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio". Tale definizione è scomparsa dalla normativa vigente, la quale, tuttavia, fa oggi riferimento alle "società di gestione Ue" per identificare i medesimi soggetti.

I gestori nello schema statutario, invece, potevano essere sia le SICAV che le SGR stesse, sulla base di apposita delega di gestione da parte di SICAV. Ad oggi, con il recepimento della AIFMD, dal punto di vista soggettivo, limitatamente allo schema societario, è stata prevista l'introduzione delle SICAF. Con riferimento a tale nuova figura di gestore (e di OICR), anche nell'ottica di un superamento del problema delle società di investimento ai fini della riserva di attività, cfr., P. CARRIERE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, 449 ss.; nonché, da ultimo, L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, 1094 ss.; M.L. PASSADOR, *Appunti sulle Sicaf. Profili societari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 633 ss.

Tuttavia, il recepimento della AIFMD ha comportato diverse novità sotto il profilo della disciplina del gestore e dell'articolazione organizzativa del servizio.

In particolare, mentre in passato la prestazione del servizio era sottoposta ad una disciplina sostanzialmente unitaria e applicabile, quindi, a tutte le SGR in quanto tali, nell'attuale regime normativo tale approccio risulta in parte modificato da una serie di innovazioni riguardanti: (a) l'operatività dei gestori esteri di FIA italiani; (b) la previsione di una "sottocategoria" di società di gestione: la SGR "sotto-soglia"; (c) la previsione di una differenziazione tra le SGR, incentrata sulla disciplina applicabile allo svolgimento delle loro attività; (d) una diversa articolazione delle attività in cui si esplica il servizio di gestione di fondi.

Nel corso del seguente paragrafo si terrà conto, principalmente, di tali aspetti innovativi, richiamando solo per accenni gli ulteriori aspetti concernenti la disciplina del gestore, i quali sono stati oggetto, negli anni, di ampia letteratura.

Per quanto concerne il punto *a*), ai sensi dell'art. 32-quater, TUF, "l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo". Con riguardo alla gestione collettiva secondo il modello contrattuale, per effetto delle modifiche al TUF, intervenute con il recepimento della AIFMD, sono oggi gestori di fondi comuni d'investimento, oltre alle SGR (e alle "società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani"), anche tutti i soggetti stabiliti nell'Unione europea (o al di fuori di essa), autorizzati a gestire fondi di investimento alternativi (FIA) che gestiscano, previa autorizzazione, FIA italiani con o senza stabilimento di succursali.

In linea con quanto previsto in passato con riguardo ai gestori armonizzati, sulla base dell'attuale regime, quindi, i gestori di fondi alternativi (GEFIA) autorizzati ai sensi della AIFMD in Stati dell'Unione diversi dall'Italia (e che esercitano l'attività di gestione di uno o più FIA) possono gestire FIA italiani in via transfrontaliera, in regime di libera prestazione di servizi o di stabilimento. Tale possibilità deriva dalla previsione, nell'ambito della AIFMD, di un meccanismo del tutto analogo al cd. passaporto del gestore, già noto con riguardo ai fondi UCITS e operante per le "società di gestione UE" che gestiscono OICVM italiani<sup>181</sup>.

---

<sup>181</sup> Con riferimento al passaporto del gestore e all'operatività transfrontaliera delle SGR e dei gestori UE di fondi UCITS, si rinvia a R. D'APICE, *Artt. 41 e 41-bis*, in *Il testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 632 ss.

Sulla base di questo nuovo meccanismo, un GEFIA UE, all'esito di un'apposita procedura di notifica tra le Autorità di vigilanza dello Stato di origine del gestore e dello Stato "ospitante" (ovvero quello dove sarà istituito il FIA) è autorizzato, oggi, ad istituire in Italia un FIA italiano appartenente a una qualunque delle tipologie previste oggi nel nostro ordinamento. In questo caso, la disciplina applicabile al GEFIA UE sarà quella dello Stato d'origine, quella applicabile al FIA, sarà quella italiana. (cfr., art. 41-ter, TUF e Reg. Gestione Collettiva, Cap. IV, Tit. VI). Se, però, il gestore estero stabilisce una succursale in Italia, troveranno applicazione a quest'ultima le discipline italiane primaria e secondaria relative alle regole di condotta e ai conflitti di interesse<sup>182</sup>.

Per quanto riguarda i GEFIA non UE, ovvero i gestori di FIA autorizzati ai sensi della AIFMD e aventi sede legale in uno Stato extra UE, la possibilità di gestione transfrontaliera di FIA italiani sarà subordinata ad un procedimento di vera propria autorizzazione e non di mera notifica; in ogni caso, tale possibilità è, ad oggi, rimandata al 2018, sulla base del meccanismo di entrata in vigore differita ex art. 67, dir. AIFM<sup>183</sup>.

Concentrando adesso l'attenzione sulle SGR, è significativo notare, in primis, che per quanto concerne il contenuto della gestione collettiva, l'art. 1, comma 1, lett. n), TUF, definisce tale gestione come il servizio che si realizza attraverso la gestione degli OICR *tout court* e dei relativi rischi. Pertanto, essendo la categoria di OICR, sulla base delle nuove definizioni del TUF, una categoria "onnicomprensiva", una volta ottenuta l'autorizzazione di carattere generale della Banca d'Italia, non sussistono per una SGR, in astratto, limitazioni con riferimento alle tipologie di prodotti gestibili. In particolare, in quanto gestori e una volta ottenuta l'autorizzazione, le SGR sono autorizzate a gestire OICR di qualunque tipo: sotto il profilo strutturale, possono gestire sia i fondi comuni d'investimento (modello contrattuale) sia i patrimoni di SICAV e SICAF (in caso di modello statutario ma con affidamento di gestione esterna ad una SGR); dal punto di vista della tipologia, sia OICVM che FIA<sup>184</sup>; dal punto di vista territoriale, sia OICR italiani sia esteri.

---

<sup>182</sup> Cfr., sul punto, R. LENER – C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano*, cit., 52-53.

<sup>183</sup> A livello normativo, v., art. 15, comma 13, d. lgs. 44/2014 e art. 41-*quater*, TUF. In dottrina, cfr., sul punto, E. GUFFANTI, *La Direttiva*, cit., 1192 ss.; A. LUCIANO, *La direttiva*, cit., 638 ss.; D. ZETSCHKE, *The alternative*, cit., 367 ss.

<sup>184</sup> Poiché, in base all'art. 35, TUF, "le Sgr sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia distinto in due sezioni per la gestione di OICVM e di FIA", una SGR che intendesse gestire entrambe le tipologie di OICR saranno iscritte contemporaneamente in entrambe le sezioni.

In passato, invece, l'approccio normativo secondo il quale una SGR era abilitata a gestire qualunque tipologia di OICR aveva incontrato un limite preciso, anche se per un limitato periodo di tempo, con riferimenti ai cd. *hedge funds*: si prevedeva, infatti, che le SGR le quali istituivano o gestivano "fondi speculativi" – ancorché autorizzate in generale alla gestione collettiva del risparmio – dovevano avere ad oggetto esclusivo queste attività<sup>185</sup>.

Nel nuovo impianto, tale deroga al generale potere di gestire qualunque tipo di prodotto del mercato gestito non è stata riprodotta. Pertanto, ad oggi, una SGR autorizzata può, *in astratto*, istituire e gestire qualunque tipologia di OICR e, di conseguenza, qualunque tipo di fondo comune d'investimento<sup>186</sup>. Si tenga presente, tuttavia, che in concreto, la maggior parte delle SGR circoscrive il proprio ambito di attività solamente ad una o alcune tipologie di OICR e formalizza tali scelte nel programma d'investimenti da presentare ai fini dell'autorizzazione (ad eccezione del caso di FIA riservati), indicando le caratteristiche di prodotti che intende istituire e gestire<sup>187</sup>. Peraltro, a conferma del carattere universale della gestione in punto di prodotti gestibili da una SGR, si consideri che le

---

Da questo punto di vista, il legislatore italiano si è discostato dalla AIFMD, la quale prevede – ai sensi dell'art. 7, par. 4 – una sorta di doppio binario autorizzativo, in base al quale un gestore di fondi armonizzati sottoposto al regime UCITS che intenda gestire anche un FIA, pur potendo giovare di alcune semplificazioni procedurali, dovrebbe comunque, e in ogni caso, richiedere una seconda autorizzazione alle autorità competenti dei singoli stati membri. La scelta della doppia autorizzazione deriva, essenzialmente, dalla diversa genesi e dal diverso ambito di applicazione delle due direttive europee sulla gestione collettiva. La normativa nazionale invece, come detto, in linea con l'impostazione unitaria introdotta fin dall'impianto originario del TUF, ritiene che sia necessaria una sola autorizzazione (salve, tuttavia, alcune deroghe le per le cd. "SGR sotto soglia").

<sup>185</sup> Cfr., sul punto, F. ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, *op. cit.*

<sup>186</sup> Resta fermo, ovviamente e come avremo modo di vedere, che la scelta di istituire e gestire contestualmente diverse tipologie di fondi, anche molto diversificati, non è indifferente per il gestore sotto il profilo della struttura e della disciplina, ed anzi incide notevolmente sull'assetto interno e sulle regole di comportamento che lo stesso deve seguire (si pensi, in particolare, alla gestione dei rischi, ai profili dell'adeguatezza degli assetti; alla prevenzione e gestione di conflitti d'interessi, ecc.: in generale, l'attività di gestione dovrà tener conto, complessivamente, di una pluralità di centri di interessi non omogenei né coincidenti).

<sup>187</sup> Cfr., R. LENER – C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 44.

indicazioni riportate nel programma d'investimenti del gestore possono essere modificate nel corso del tempo solamente attraverso un procedimento di modifica dell'operatività previsto nel RGC, e senza che sia necessario richiedere una nuova autorizzazione dell'Autorità di vigilanza<sup>188</sup>.

Per quanto concerne il punto *b*), l'art. 35-*undecies*, in linea con quanto previsto dalla dir. AIFM, attribuisce alla Consob e alla Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, il potere di esentare i "gestori sotto soglia" dall'applicazione di alcune disposizioni della normativa primaria.

Si definiscono, in particolare, sotto soglia, le SGR che: (i) gestiscono in monte esclusivamente FIA riservati (ferma la possibilità di prestare gli ulteriori servizi diversi dalla gestione collettiva del risparmio); (ii) gestiscono attività non superiori a determinate soglie dimensionali (le quali variano in funzione del ricorso o meno alla leva finanziaria)<sup>189</sup>.

Così, con riguardo a tali soggetti, sono state previste, a livello di normativa secondaria, specifiche esenzioni (soprattutto con riguardo alle disposizioni in tema organizzazione interna del gestore "ordinario") ed è stata così prevista, all'interno della tipologia dei FIA riservati, una sorta di sottocategoria di SGR, alle quali, *può* (ma non *deve*) applicarsi una disciplina parzialmente diversa rispetto a quella applicabile alle SGR in

---

<sup>188</sup> In base al par. 1, Sez. VIII, Tit. II, Cap. I, RGC: "Nel caso in cui la gestione sia stata inizialmente limitata a singole tipologie di OICR (OICVM, FIA aperti, FIA chiusi mobiliari, FIA immobiliari, FIA che investono in crediti, FIA che ricorrono alla leva finanziaria, FIA che ricorrono alla leva finanziaria su base sostanziale) e la SGR intenda gestire altre tipologie di organismi di investimento collettivo, lo comunica alla Banca d'Italia almeno 30 giorni prima della loro istituzione e provvede ad adeguare i propri presidi operativi (procedure, risorse e strumenti delle funzioni di controllo dei rischi, *risk management* e *compliance*)".

Nel caso in cui la SGR intenda gestire per la prima volta un FIA o un OICVM, la Banca d'Italia iscriverà, quindi, la SGR nella relativa sezione dell'albo di cui all'art. 35, TUF.

<sup>189</sup> Ai sensi dell'art. 3, par. 2, AIFMD, una SGR è tale se: a) gestisce attività, comprese eventuali attività acquisite mediante ricorso alla leva finanziaria, che non superano in totale la soglia di 100 milioni di euro; b) gestisce attività che non superano in totale i 500 milioni di euro, a condizione che i FIA gestiti non ricorrano alla leva finanziaria e prevedano che il diritto dei quotisti al rimborso delle quote o azioni non sia esercitabile per un periodo di almeno 5 anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA.

Nel caso in cui il FIA non faccia ricorso alla leva finanziaria, devono essere previsti diritti di *lock-up* per i quotisti del FIA. In entrambi i casi, ai fini del calcolo delle soglie rilevanti, si considerano le attività complessivamente gestite dalla SGR e dagli altri gestori appartenenti al suo gruppo rilevante.

genere<sup>190</sup>. La peculiarità del fenomeno consiste, infatti, nel fatto che lo status di gestore “sotto soglia” è discrezionale: una SGR rientrante nei parametri e nelle soglie dimensionali per essere definita tale, può scegliere di essere comunque autorizzata come SGR ordinaria (cd. diritto di *opt-in*) ed essere sottoposta alla relativa disciplina<sup>191</sup>. Al contrario, una SGR “sotto soglia” che nel corso della propria attività superi in via definitiva (e non ripristini entro 6 mesi) i suddetti parametri, dovrà richiedere di essere autorizzata come ordinaria, pena la liquidazione degli OICR gestiti<sup>192</sup>.

In definitiva, come visto, oggi si assiste – a livello di vertice – ad un regime del gestore solo parzialmente uniforme: da un lato, infatti, la disciplina sui gestori di FIA è stata estesa ai gestori di OICVM nei limiti della compatibilità e, dall’altro lato, sono state previsti espressamente ambiti di differenziazione, anche significativi, tra SGR sopra e sotto soglia, SGR che gestiscono prodotti armonizzati e GEFIA<sup>193</sup>.

---

<sup>190</sup> Si consideri, in primis, che le SGR sotto soglia possono avere un capitale sociale estremamente inferiore rispetto a quello previsto per le SGR ordinarie (50 mila euro per le prime; 1 milione di euro per le seconde). Per quanto riguarda le esenzioni alla disciplina ordinaria, le stesse sono analiticamente previste all’interno del Reg. Gestione Collettiva (cfr., Sez. VII, Cap. I, Tit. II) e del Reg. Congiunto Consob-Banca d’Italia. Come accennato, tali esenzioni coinvolgono prevalentemente le norme sull’organizzazione del gestore; non si applicano, ad esempio: le regole in tema di politiche e prassi di remunerazione dei gestori “ordinari”; alcune disposizioni concernenti le strategie per l’esercizio dei diritti di voto; i conflitti di interesse; l’esternalizzazione delle funzioni, ecc.

<sup>191</sup> Per quanto concerne la procedura di autorizzazione, v., par. 1, Sez. VI, Cap. 1, Tit. II, RGC.

<sup>192</sup> Cfr., par. 1, Sez. VII, Cap. I, Tit. II, RGC.

<sup>193</sup> Cfr., R. LENER – C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano*, cit., 46. Le differenziazioni riguardano principalmente, e come in parte già visto, le condizioni per la commercializzazione, le regole di condotta e di organizzazione, le attività esercitabili. In particolare, solamente i gestori di FIA: devono esperire apposita procedura di notifica per commercializzare quote o azioni di FIA in Italia; possono prestare anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini; devono osservare gli obblighi inerenti l’acquisizione di partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti, in materia di politiche e prassi di remunerazione; possono riconoscere, entro certi limiti, un trattamento differenziale per uno o alcuni partecipanti di FIA riservati. Al contrario, solamente i gestori di OICVM sono tenuti a rispettare alcune norme di maggior tutela previste nel Reg. 231/2013 in materia di conflitto d’interesse e di registrazione di ordini di sottoscrizione e rimborso delle quote (sul punto, v. ampiamente, *infra*).



## 1.2. (Segue). L'oggetto dell'attività e l'articolazione organizzativa del servizio

Per quanto concerne l'oggetto del servizio di gestione collettiva (di cui al punto *sub c*), prima del recepimento della AIFMD<sup>194</sup>, lo stesso si articolava su tre "gruppi" di attività fondamentali: (i) l'attività di istituzione, promozione dell'OICR e di amministrazione dei rapporti con i partecipanti (gestione in senso lato); (ii) l'attività di gestione (potremmo dire, in senso stretto) del "patrimonio-OICR" di propria o altrui istituzione; (iii) l'attività di commercializzazione di quote di fondi (o delle azioni, in caso di modello statutario)<sup>195</sup>.

Oggi invece, come visto, tali attività sono state "sostituite" dalla formula di cui all'art. 1, comma 1, lett. n), TUF, il quale individua quale contenuto "minimo" del servizio "la gestione degli OICR e dei relativi rischi".

Per quanto concerne la gestione di OICR contrattuali, si è avuto modo di constatare (v., *supra*, par. ...) che tale attività si contraddistingue per il fatto di essere finalizzata a generare un rendimento aggregato per gli investitori; e che, a tale fine, essa può in concreto variamente atteggiarsi secondo quanto disposto dal programma di investimento e sulla base della tipologia di fondo. In linea di massima, sulla base di quanto già visto, si può convenire sul fatto che essa consista: tipicamente, nel compimento di operazioni di acquisto e vendita dei beni di compendio dell'OICR; eventualmente, nel compimento di operazioni idonee ad ottimizzazione o incrementare il valore di tali beni (e, di conseguenza, del fondo)<sup>196</sup>. Ciò posto, la nuova formulazione – che riproduce il contenuto dell'art. 4, par. 1, lett. w, dir. AIFM – nell'introdurre quale attività qualificante il servizio di gestione di OICR anche la "gestione dei rischi", è sembrata introdurre un profilo particolarmente innovativo, anche rispetto al precedente regime europeo<sup>197</sup>. La portata innovativa di tale inciso, come efficacemente

---

<sup>194</sup> L'articolazione del servizio nelle richiamate attività si ricavava, in particolare, dalla definizione di cui all'art. 1, comma 1, lett. n), TUF, prev.

<sup>195</sup> Cfr., sul punto, C. PETRONZIO, *La nozione di gestione e la separazione patrimoniale*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, a cura di R. Lener, Torino, 2011, 292 ss.

<sup>196</sup> E' il caso, tipicamente, di FIA immobiliari che "detengono" immobili da ristrutturare, valorizzare o anche solo amministrare (in quanto già locati). In tal caso, le attività prefigureranno una gestione collettiva del risparmio in quanto insieme di atti volti, unitariamente, all'ottenimento di un rendimento aggregato per i partecipanti.

<sup>197</sup> La disciplina Ue sui fondi armonizzati (in part., v., allegato II, dir. UCITS IV), infatti, non prevede espressamente la gestione del rischio tra le funzioni rientranti nell'attività di gestione collettiva di portafogli.

rilevato<sup>198</sup>, deve tuttavia essere ridimensionata: la gestione del rischio, infatti, ha da sempre costituito una componente complementare e ineludibile dell'attività del gestore<sup>199</sup>. Sul punto, quindi, l'impatto sostanziale derivante dalla modifica normativa si esaurisce essenzialmente nel fatto che, in quanto funzione essenziale ed elemento costitutivo della nozione stessa di gestione collettiva, la gestione dei rischi non potrà più essere esternalizzata a soggetti non sottoposti a vigilanza (e, pertanto, risulta oggi sottoposta agli stessi limiti che nel sistema pre-AIFMD erano applicati alla delega dell'attività di gestione).

Al contrario, un effetto molto rilevante prodotto dalla nuova formulazione, consiste nella eliminazione della possibilità, per il gestore, di prevedere la scissione genetica tra SGR promotrice e SGR gestore, in base alla quale era consentita la ripartizione tra due diverse SGR delle attività di istituzione e promozione, da un lato, e di gestione in senso stretto, dall'altro lato<sup>200</sup>. Il Testo Unico previgente prevedeva, infatti, la possibilità, che la SGR istitutrice-promotrice potesse affidare le funzioni di gestione ad altra società di gestione del risparmio, stipulando una convenzione scritta e attuando, in tal modo, una scissione tra gestione e promozione ripartita fra due distinti soggetti<sup>201</sup>. In particolare, il conferimento del compito di gestione, separatamente dalla istituzione e promozione, era determinato nella fase "genetica" del fondo e trovava la sua disciplina nel regolamento, il quale, a sua volta, costituiva la fonte negoziale del rapporto che legava l'investitore alla società di gestione. Ne scaturiva, che la scissione delle due funzioni non originava da una delega di funzione o da un vero e proprio incarico di mandato rilasciato dalla SGR promotrice, quanto piuttosto, da

---

<sup>198</sup> Cfr., R. LENER – C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano*, cit., 56.

<sup>199</sup> A tal fine, al gestore è richiesto, oggi, di dotarsi di un sistema di gestione dei rischi adeguato e di valutare, prima e dopo l'investimento, la coerenza delle singole operazioni e del portafoglio nel suo complesso con gli obiettivi della gestione e con i limiti prudenziali imposti dalla disciplina vigente o previsti nel regolamento del fondo (cfr., in particolare, Titolo V, Capitolo III, Sezione I, par. 5, Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015). Si esprimeva in senso sostanzialmente analogo anche il precedente Regolamento Banca d'Italia 8 maggio 2012 (v., in part. Cap. III, Tit. V).

<sup>200</sup> Cfr., per un'analisi delle suddette attività, L. PICARDI, *Impresa e contratto*, cit., 213 ss.; G.B. BISOGNI, *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998, 1137; E. TONELLI, *Le società*, cit., 25-26.

<sup>201</sup> L'opzione di scindere le due funzioni, anziché cumularle, dipendeva, quindi, da una esclusiva valutazione di opportunità della stessa SGR istitutrice. Cfr., V. RENZULLI - A. TUCCI, *I fondi comuni d'investimento*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, a cura di R. Lener, Torino, 2011, 321 ss.

una ripartizione originaria delle prestazioni tra due distinti soggetti che discendeva, qualora prevista, direttamente dalla legge<sup>202</sup>.

L'adozione dei suddetti possibili modelli organizzativi (scissione o cumulo di funzioni) non incideva, tuttavia, sull'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei partecipanti, rispetto ai quali le due società rappresentavano una "parte complessa"<sup>203</sup>. Ciascuna SGR, infatti, agiva in modo indipendente e nell'interesse degli investitori, e tuttavia, sul piano della responsabilità, le stesse rispondevano in solido nei confronti dei partecipanti (il tutto, ad evidente vantaggio degli investitori)<sup>204</sup>. Ciò era possibile, in quanto anche le attività di istituzione, promozione e amministrazione dei rapporti, oltre a quella di gestione (intesa come concreta attuazione della politica di investimento) erano idonee ad integrare, di per sé sole, il servizio di gestione collettiva del risparmio.

Con il recepimento della AIFMD, la distinzione tra SGR promotrice e SGR di gestione in senso stretto, così come la possibilità di scindere dette attività nella fase genetica dell'OICR, vengono meno; non essendo più possibile costituire SGR che svolgono esclusivamente le attività di istituzione, promozione dell'OICR e di amministrazione dei rapporti con i partecipanti, ma senza gestire, contestualmente, il patrimonio di OICR (di propria o altri istituzione)<sup>205</sup>.

Oltre a quanto appena descritto, l'allineamento della definizione del servizio di gestione collettiva a quello di gestione di FIA di cui alla AIFMD

---

<sup>202</sup> Cfr., R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998, 1122-1123, il quale parla di "delega istituzionale"; R. LENER - C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano*, cit., 55. Sul problema della qualificazione del rapporto SGR promotore - SGR gestore, cfr., M. MIOLA - F. BRIOLINI, *Art. 36*, cit., 317 ss.

<sup>203</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>5</sup>, Torino, 2010, 196.

<sup>204</sup> Tale regime di responsabilità solidale era ritenuto necessario e funzionale per una più stringente tutela dei partecipanti al fondo. La divisione di attività non comportava, pertanto, un esonero o limitazione di responsabilità delle società di gestione, dovendo queste ultime, inoltre, vigilare reciprocamente sulla osservanza delle disposizioni in essa contenute. In tal senso, sulla base della normativa secondaria previgente (cfr., l'art. 34, prev., Regolamento Congiunto Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007) promotore, gestore e banca depositaria predisponavano adeguati processi di accesso alle informazioni rilevanti per i propri scopi e per le esigenze delle corrispondenti funzioni aziendali di controllo che rappresentavano, altresì, un contraltare alla separazione funzionale e strutturale delle rispettive attività.

<sup>205</sup> Ciò, coerentemente con l'art. 5, par. 1, AIFMD, ai sensi del quale: "Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva".

non ha comportato ulteriori stravolgimenti. Sulla base del novellato art. 33, TUF, in materia di attività esercitabili, infatti, tutte le SGR, in quanto tali, possono (rectius: devono) comunque svolgere anche le attività di amministrazione (in senso lato) e di commercializzazione degli OICR gestiti. In particolare, secondo la nuova formulazione dell'art. 33, comma 1, TUF, le SGR "gestiscono il patrimonio e i rischi degli OICR nonché amministrano e commercializzano gli OICR gestiti". Ancorché le attività di "istituzione", "promozione", "amministrazione dei rapporti" e "commercializzazione", non rientrano più esplicitamente nella definizione dell'art. 1, comma 1, lett. n), le stesse, tuttavia, vengono ugualmente incluse tra quelle che devono essere esercitate, in ogni caso, da una SGR. A conferma che l'amministrazione dell'OICR e la commercializzazione siano ancora oggi attività imprescindibili e qualificanti il servizio, depone, chiaramente, un duplice dato: (i) queste attività sono previste all'art. 33, comma 1, e non ricomprese, invece, tra quelle di cui al comma 2, le quali sono espressamente definite come attività "eventuali" (ie: attività che una SGR può eventualmente esercitare in aggiunta alle attività fondamentali di cui al comma 1)<sup>206</sup>; (ii) nel Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, espressamente si afferma che tali attività "completano" il servizio di gestione collettiva<sup>207</sup>.

Con l'obiettivo di incrementare la flessibilità organizzativa del servizio gestione, è prevista, infine, la possibilità per la SGR di delegare a terzi specifiche funzioni, nei limiti in cui ciò non implichi, nella sostanza, uno svuotamento di attività del delegante e siano rispettate le disposizioni in tema di esternalizzazione di cui al Regolamento Congiunto<sup>208</sup>.

---

<sup>206</sup> Unitamente al servizio di gestione collettiva, sulla base dell'art. 33, comma 2, TUF, le società di gestione del risparmio e le società di gestione armonizzate ("omologo" europeo delle SGR) "possono altresì": prestare il servizio di gestione di portafogli ed il servizio di consulenza in materia di investimenti; istituire e gestire fondi pensione; commercializzare quote o azioni (nel caso di modello statutario) di OICR gestiti da terzi; prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini ma solamente laddove si tratti di SGR autorizzata a gestire un FIA.

<sup>207</sup> Cfr., in part., Sez. I, Cap. II, Tit. I, RGC.

<sup>208</sup> Oggetto di delega possono essere anche le attività di gestione del portafoglio e di gestione del rischio, in tal caso, però, devono essere rispettate specifiche regole inerenti il oggetto delegato. In particolare, il delegato deve essere un intermediario sottoposto a vigilanza prudenziale e: a) se la delega riguarda l'attività di gestione del portafoglio, autorizzato alla prestazione del servizio di gestione collettiva o di gestione individuale portafogli; b) se la delega concerne l'attività di gestione del rischio, il delegato può essere anche un soggetto abilitato in genere alla prestazione di servizi e attività di investimento. La delega delle attività oggetto di riserva legale, inoltre, non può essere conferita al depositario, al sub-depositario o ad altro

Sulla base della nuova disciplina, quindi, la riserva concerne un'unica attività, la gestione, la quale si qualifica essenzialmente per il suo oggetto, l'OICR contrattuale, del quale rilevano, in primis, il patrimonio (come complesso di beni) e i rischi connessi.

Una SGR, per essere e/o rimanere legittimamente tale, deve gestire almeno un OICR ed i relativi rischi. In quanto SGR, oltre alla suddetta attività, nell'esecuzione del servizio, la stessa potrà svolgere anche l'attività di commercializzazione, nonché le ulteriori attività tipiche della gestione in monte, in passato ricomprese nella definizione di gestione collettiva e oggi recuperate dal legislatore attraverso l'art. 33, comma 1, TUF.

## **2. I limiti alla discrezionalità del gestore: gli *standard* di condotta e di organizzazione nella prestazione del servizio di gestione collettiva**

Sin dall'emanazione del TUF, la previsione di stringenti regole di comportamento delle SGR costituisce uno snodo fondamentale della disciplina sulla gestione collettiva di fondi comuni, anche (e soprattutto) ai fini della ricostruzione dei profili di responsabilità del gestore nello svolgimento del servizio nei confronti degli investitori.

Nell'ambito della sua attività professionale, infatti, la SGR, oltre alle prestazioni tecniche connesse all'esecuzione dell'incarico, è tenuta ad osservare norme di condotta e di organizzazione, volte a garantire un corretto svolgimento dei rapporti con gli investitori, tutelandoli a fronte dei rischi, fisiologici dell'operazione (cd. *conduct of business rules*)<sup>209</sup>. Così, in forza del contratto di investimento/gestione stipulato con i partecipanti, l'intermediario, oltre all'obbligazione principale consistente nella tutela

---

soggetto i cui interessi possano confliggere con gli interessi della SGR, degli OICR e dei partecipanti. Ciò, salvo il caso in cui il soggetto in questione abbia neutralizzato a monte i potenziali conflitti, avendo distinto, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di gestione del portafoglio o di gestione del rischio dagli altri compiti potenzialmente confliggenti, ed avendo opportunamente identificato, gestito, monitorato e previamente comunicato agli investitori i potenziali conflitti d'interesse. Cfr., al riguardo, R. LENER – C. PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano*, cit., 60. Per gli ulteriori aspetti di regolazione sul punto, si rinvia all'analitica disciplina di cui artt. 75 ss., Reg. UE 231/2013.

<sup>209</sup> Cfr., sul punto, V. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, 139, le cui considerazioni, sul punto, sono riprese anche da D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, (fa parte di) *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 934.

dell'integrità e nella valorizzazione del patrimonio collettivo gestito, dovrà anche comportarsi in maniera conforme a tutte le suddette regole previste dalla normativa primaria e secondaria, le quali sono connesse alla stipulazione del contratto e ritenute funzionali al corretto svolgimento del rapporto<sup>210</sup>.

Le regole di comportamento riguardanti la gestione di fondi comuni ricalcano, sostanzialmente, i criteri generali previsti per gli intermediari abilitati nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento (cfr., art. 21, TUF)<sup>211</sup>. D'altra parte, in linea con quanto previsto anche nell'ambito della direttiva 2004/39/CE (MiFID), la disciplina in esame intende rispondere al *need of protection* degli investitori che entrano in rapporto con i gestori professionali e all'esigenza di tutelare l'integrità del mercato in cui si esplica l'operatività della SGR<sup>212</sup>.

La materia risulta oggi regolata da una normativa molto articolata, prevista, a livello "di vertice", dalla disciplina europea di diretta applicabilità prevista dal Regolamento Ue n. 231/2013 – il quale formula, in proposito, norme di dettaglio concernenti sia il profilo delle regole di condotta, sia quello dell'organizzazione interna del gestore<sup>213</sup> – e dai principi generali sanciti dall'art. 35-decies, TUF. Le regole a presidio del corretto esercizio dell'attività di gestione collettiva e commercializzazione degli OICR tratteggiate a monte dall'art. 35-decies, TUF, trovano poi puntuale declinazione, a livello secondario, nel Regolamento Intermediari (in part., artt. 65 ss.) nonché, per quanto specificamente attiene ai profili organizzativi del gestore, nel Regolamento Congiunto Consob-Banca

---

<sup>210</sup> Cfr., A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, I, 1993, 293.

<sup>211</sup> Cfr., R. LENER - P. LUCANTONI, *Art. 21*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 375 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 239 ss.

<sup>212</sup> Cfr., G. LEGGIERI, *Art. 40*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 602 ss. Sul punto, Rileva F. ANNUNZIATA, *La disciplina*<sup>8</sup>, cit., 217 ss., che l'affinità tra i due settori è accentuandosi nel tempo, tant'è che, già in sede di recepimento della MIFID, le regole derivanti da quest'ultima erano state largamente estese, seppur con i dovuti adattamenti anche al settore del risparmio gestito.

<sup>213</sup> Tali norme sono state recepite pressoché interamente e senza particolari discostamenti dalla normativa secondaria (come specificazione dei parametri generali previsti all'art. 35-decies, TUF), ed estese, oltre l'ambito della AIFMD, anche ai gestori di OICVM.

d'Italia<sup>214</sup>.

In primo luogo, gli artt. 35-decies e 35-duodecies, TUF – in linea con l'impostazione europea in materia di fondi armonizzati, prima, e di fondi alternativi, poi<sup>215</sup> – stabiliscono che i gestori collettivi devono:

- (i) operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nel miglior interesse degli OICR gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato<sup>216</sup>;
- (ii) organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli OICR;
- (iii) adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli OICR e disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad

---

<sup>214</sup> Come già accennato, il modello di riferimento di questa articolata normativa è rappresentato dalla disciplina MiFID, ancorché modificata e riadattata per tenere conto della specificità del modello gestione collettiva. La scelta legislativa appare coerente, tenuto conto che oggi una SGR (e un gestore di OICR in genere) può essere autorizzato, come visto, a prestare anche servizi di investimento. In tal modo, si è voluto sottoporre i gestori stessi a regole tendenzialmente uniformi, evitando di applicare sistemi diversi ad un medesimo soggetto-gestore a seconda del servizio prestato. Cfr., inter alia, L. ENRIQUES - F. VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Problemi e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Benedetto, Bologna, 1998, 350 ss; R. LENER, *Gestore unico e deleghe della gestione*, in ASSOGESTIONI, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 146 ss.

In Italia tale scelta è stata ulteriormente enfatizzata, in quanto le disposizioni di cui al Reg. 231/2013, formalmente dettate nell'ambito del regime AIFMD, sono state riprodotte dalla normativa secondaria ed estese, pressoché per intero, non soltanto ai GEFIA ma anche ai gestori di OICVM, i quali risultano quindi sottoposti, nel nostro ordinamento, a regole di comportamento e organizzazione più stringenti di quanto non sia previsto sulla base delle direttive UCITS IV e UCITS V (cfr. al riguardo, F. ANNUNZIATA, *La disciplina*<sup>8</sup>, cit., 246). Il fatto, poi, che l'art. 35-decies, recuperi i medesimi canoni generali di condotta previsti per la prestazione di servizi di investimento, si giustifica – oltre che per la scelta legislativa del modello del cd. "gestore unico" – anche alla luce delle forti similitudini che i diversi servizi, come visto, possono presentare in concreto nella prassi operativa.

<sup>215</sup> Cfr., in particolare, per quanto concerne il regime UCITS, il previgente art. 5-nonies, dir. 85/611/CEE e, oggi, l'art. 14, par. 1, dir. 2009/65/CE. Con riferimento al regime dei fondi alternativi, v. art. 12., par. 1, dir. 2011/61/UE.

<sup>216</sup> E' interessante, notare come la nuova formulazione della norma, rispetto al passato, faccia riferimento all'interesse dell'OICR, il quale non viene a coincidere con l'interesse dei partecipanti. Il che, come ampiamente, visto, sembra confermare la ricostruzione del fondo comune come autonomo centro di interessi, ancorché non soggetto giuridico (v., *supra*).

- assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- (iv) assicurare la parità di trattamento nei confronti dei partecipanti, nel rispetto di quanto previsto dalla normativa secondaria<sup>217</sup>;
  - (v) provvedere, salvo diversa previsione di legge, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti;
  - (vi) adottare sistemi e procedure che non prevedano l'affidamento esclusivo o meccanico alle valutazioni emesse dalle agenzie di rating del credito, per la valutazione del merito di credito dei beni in cui investono il patrimonio collettivo.

La ratio di tali previsioni, ed in particolare dell'art. 35-decies, TUF, deve essere rintracciata nell'esigenza di tutelare gli interessi, strettamente connessi, degli investitori e del mercato, limitando la discrezionalità delle SGR attraverso l'imposizione di criteri che fungano da "clausole generali". La previsione di specifici canoni di diligenza e correttezza nella prestazione del servizio, nonché di organizzazione interna del gestore – riproducendo e specificando i canoni generali di condotta da tenere nei rapporti in contrattuali tra le parti (artt. 1375, 1175 e 1176, c.c.)<sup>218</sup> – mira, infatti, a

---

<sup>217</sup> L'espresso riferimento alla parità di trattamento è stato inserito a seguito del recepimento della AIFMD; si tratta di una previsione che, tuttavia, deve ancora essere riempita di contenuto in sede di normativa secondaria. Lo stesso art. 35-decies, comma 1, lett. d), TUF, specifica, tuttavia, che con riferimento ai FIA riservati, sono consentiti trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori, nel rispetto della direttiva 2011/61/UE e delle relative disposizioni attuative. La portata di tale principio non appare ancora chiara. Sembra tuttavia, che la stessa debba essere intesa nel senso che la singola scelta di investimento del gestore possa risultare direttamente o indirettamente più favorevole per uno o più quotisti, purché tale vantaggio non determini "un danno significativo generale" per uno o altri investitori del medesimo fondo o di altro OICR gestito (in questo senso sembra esprimersi anche l'art. 23, par. 2, Reg. Ue, 231/2013).

<sup>218</sup> Cfr., ex multis, C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, 205 ss.; D. MAGNO *Mala gestio*, cit., 939; V. SANTORO, *Il dovere di informazione e di agire al meglio nell'interesse del cliente nello svolgimento dei servizi di investimento*, in AA. VV., *Scritti in onore di Pietro Rescigno*, IV, 3, Milano 1998, 669 ss. In senso solo parzialmente dissimile, M.C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e diritto privato*, 2000, 1049 ss., secondo il quale tali clausole generali, nel settore dell'intermediazione finanziaria, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alla normativa codicistica, proprio in quanto operano non solamente nel quadro di un rapporto obbligatorio con



rafforzare “dall’interno” dell’ordinamento finanziario la posizione dell’investitore-risparmiatore<sup>219</sup>, la fiducia complessiva nel mercato e la sua integrità. Laddove, con l’accezione “mercato”, non si fa riferimento solamente al mercato degli strumenti finanziari, ma anche, in senso lato, di tutti gli altri beni presso cui può essere investito il patrimonio-fondo (si pensi, in primis, ai FIA immobiliari)<sup>220</sup>.

Il rapporto di gestione in esame risulta quindi strutturato in un nucleo principale, l’obbligo di prestazione, ed in un nucleo di ulteriori doveri, molto analitici, imposti dalla legislazione di settore, la cui violazione può comportare, oltre all’applicabilità delle misure sanzionatorie degli organi di vigilanza, anche la responsabilità della SGR nei confronti dei partecipanti (ed in una certa misura – come vedremo – anche nei confronti degli eventuali creditori particolari del fondo e del depositario).

Lo sforzo del legislatore europeo e nazionale di specificare, per il tramite di questa regolamentazione pervasiva, vari profili dello svolgimento dell’attività di gestione collettiva, sottraendone la disciplina all’autonomia delle parti, si giustifica in ragione della posizione contrattuale forte della SGR, la quale, come visto, predispone il regolamento del fondo senza che il partecipante possa minimamente incidervi (ad eccezione, come detto, dei FIA riservati, ove una pattuizione precedente delle clausole del regolamento dell’OICR non è insolita nella prassi). Da qui, l’obiettivo di limitare, in varia misura, la discrezionalità del gestore<sup>221</sup>.

Più in generale, il quadro che emerge, proprio in punto di discrezionalità della SGR, è che la stessa risulta (o può risultare), in concreto, ridotta, compressa oltre che dalle regole in esame, anche dalle caratteristiche stesse della gestione “in monte”, dai limiti connessi alla tipologia specifica di fondo, nonché, eventualmente, dagli ulteriori limiti previsti nel regolamento del fondo e nel programma d’investimenti.

---

l’investitore per la tutela del suo interesse, ma anche, più in generale, come canone di condotta volto a realizzare “una leale competizione a garantire l’integrità del mercato” nello svolgimento dell’attività economica.

<sup>219</sup> Naturalmente tale intento risulta maggiormente giustificato laddove si tratti di prodotti del risparmio gestito collocati o sottoscritti presso il pubblico indistinto o presso un target non professionale di risparmiatori (si fa riferimento, in particolare, ai FIA non riservati e agli OICVM).

<sup>220</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *Regole comportamentali degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P.G. Marchetti, Milano, 1993.

<sup>221</sup> Cfr., DI MAJO, *La correttezza*, cit., 295.

## 2.1. L'obbligo di gestire il fondo secondo diligenza, correttezza e trasparenza

Tra i canoni di comportamento previsti all'art. 35-decies, TUF, vi sono, in primis, quelli della diligenza – il cui grado richiesto è, come noto, quello tipico di chi esercita un'attività professionale (art. 1176, comma 2, c.c.), da valutarsi, quindi, “con riguardo alla natura dell'attività esercitata” – e quello di correttezza<sup>222</sup>.

In linea generale, il parametro della diligenza costituisce la misura dell'adempimento della SGR, implicando, laddove rispettato, l'assenza di colpa professionale nell'attività di gestione. La correttezza, invece – il cui contenuto è sostanzialmente riconducibile al principio della buona fede oggettiva, il quale permea tutto il rapporto contrattuale (artt. 1175, 1337, 1358, 1366, 1375, c.c.) – agisce come fonte integrativa dei doveri del gestore nella prestazione del servizio<sup>223</sup> e impone al gestore di comportarsi in modo equo, leale e non discriminatorio nei confronti degli investitori<sup>224</sup>.

---

<sup>222</sup> Si tratta, evidentemente, di parametri molto ampi, cui sono riconducibili le ulteriori previsioni di cui all'art. 35-decies, TUF, nonché i diversi obblighi previsti dalla normativa secondaria e dal Regolamento UE 231/2013. Sul punto, rileva G. LEGGIERI, *Art. 40*, cit., 606, che i suddetti canoni “assumono una valenza, al contempo, relazionale e sistematica”, atteso che gli stessi si completano e integrano reciprocamente nell'interesse degli investitori, dell'OICR e dell'integrità del mercato.

<sup>223</sup> Al canone di buona fede, infatti, devono ispirarsi i comportamenti delle parti in tutte le fasi del rapporto contrattuale, dalle trattative alla formazione del contratto fino alla fase di esecuzione dello stesso. Cfr., per tutti, C.M. BIANCA, *La nozione di buona fede* cit., 205 ss.; V. LOBUONO, *La responsabilità*, cit., 142. In questo senso, mentre le disposizioni di legge e regolamentari rappresentano un livello minimo di tutela dell'investitore, la buona fede costituisce una valvola di sicurezza cui far riferimento per tutelare gli interessi dei partecipanti, laddove gli stessi, diversamente, non sarebbero sufficientemente tutelati.

<sup>224</sup> In base all'art. 21, Reg. UE 231/2013 – le cui norme, giova ribadirsi, per scelta del nostro legislatore sono state estese pressoché interamente anche ai gestori di fondi UCITS (e quindi si rivolgono a tutte le SGR) – per stabilire se una SGR svolge le proprie attività in modo onesto, equo e con la dovuta competenza, le autorità competenti devono valutare se sono soddisfatte alcune condizioni minime: l'organo di gestione della SGR deve disporre di conoscenze, competenze ed esperienze collettive adeguate per poter capire le attività del gestore, in particolare i rischi principali inerenti a tali attività e agli attivi in cui il FIA è investito; i membri dell'organo di gestione devono dedicare il tempo necessario per svolgere adeguatamente le proprie funzioni; ogni membro dell'organo di gestione deve agire con onestà, integrità e indipendenza di giudizio; il gestore deve dedicare le

Nello svolgimento del servizio di gestione collettiva, la correttezza si concretizza nel dovere per la SGR (e, nell'eventualità di delega, per i soggetti vigilati delegati) di agire con il fine precipuo di perseguire e privilegiare, sempre ed in prima battuta, l'interesse diretto e indiretto (quest'ultimo compendiato nella formula "interesse dell'OICR" ex art. 35-decies) di tutti i partecipanti al fondo (o ai fondi gestiti), fornendo un servizio professionale che miri, per questi ultimi, ad una massimizzazione del profitto proporzionata al rischio operativo. Il che significa, più precisamente – e sulla base di quanto stabilito dal Reg. Intermediari – divieto per la SGR, di perseguire: l'interesse proprio; dei propri amministratori; di uno o più quotisti a discapito di altri; di un comparto di fondo a discapito di altro comparto del medesimo fondo; di un'OICR a discapito di altro OICR gestito.

La regola di trasparenza affianca e "completa" i parametri della diligenza e correttezza richiesta all'intermediario nella prestazione del servizio e risponde, come noto, all'obiettivo di limitare, per quanto possibile, le fisiologiche asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto contrattuale tra gestore e partecipanti<sup>225</sup>.

Nello specifico, la normativa secondaria, laddove non rinvia direttamente alle norme del Regolamento UE 231/2013, impone espressamente alle SGR una serie di comportamenti, con alcune specificazioni a seconda del tipo di prodotto gestito. Ne risulta un quadro normativo molto articolato, che funge da paradigma normativo su cui commisurare, nel singolo caso, la condotta del gestore.

In particolare, sulla base degli artt. 65, comma 1 e 66, comma 2, Reg. Intermediari, tutte le società di gestione, a prescindere dal tipo di OICR gestito, devono: (i) assicurare che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR, come indicati nella documentazione d'offerta ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; (ii) acquisire una conoscenza e una comprensione adeguata delle condizioni di liquidabilità degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito, anche sulla base di sistemi di valutazione corretti, trasparenti e adeguati; (iii) assicurare parità di trattamento a tutti gli investitori di uno stesso OICR gestito; (iv)

---

risorse necessarie all'addestramento e alla formazione dei membri dell'organo di gestione.

<sup>225</sup> La trasparenza informativa, come noto, è regola che permea non solo i rapporti SGR-partecipanti, ma tutta la disciplina dell'ordinamento mobiliare e, più in generale, tutti i rapporti che, al suo interno, legano investitori e operatori. Cfr., per tutti, R. COSTI, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca impresa*, 1989, 205 ss.

astenersi da comportamenti che possano pregiudicare gli interessi di un OICR a vantaggio di un altro OICR o di un cliente; (iv) conservare, per ciascun OICR gestito, la documentazione inerente alla prestazione del servizio di gestione collettiva, da cui devono risultare le analisi realizzate, le strategie deliberate e i controlli effettuati.

Limitatamente alla gestione di un fondo armonizzato, sulla base dell'art. 66, comma 1, Reg. Intermediari, la SGR, con riferimento a ciascun OICVM gestito, deve inoltre: acquisire informazioni affidabili e aggiornate, necessarie per formulare previsioni ed effettuare analisi; definire le conseguenti strategie generali di investimento; compiere analisi di tipo qualitativo e quantitativo finalizzate a monitorare la coerenza del portafoglio del fondo e dell'investimento rispetto ai profili di rischio-rendimento dello stesso e alla liquidità dell'OICR gestito.

Infine, sempre con riferimento agli standard di diligenza della SGR, il Capo III del Regolamento UE 231/2013, specifica i doveri cui è tenuto l'intermediario, sia in generale, sia con riguardo a questioni specifiche. Prendendo in considerazione le norme maggiormente significative in tal senso, il Regolamento UE dispone che, con riguardo al dovere di agire nel miglior interesse del fondo, dei partecipanti e del mercato, il gestore debba implementare "politiche e procedure per prevenire gli abusi, in particolare quelli che secondo ragionevoli previsioni potrebbero mettere in pericolo la stabilità e l'integrità del mercato" (art. 17, par. 1), nonché assicurare che "non vengano imputati costi indebiti all'OICR o agli investitori" (art. 17, par. 2).

Ancora, sulla base dell'art. 18 del Regolamento UE, la SGR deve applicare politiche e procedure scritte in materia di diligenza dovuta, le quali devono essere riesaminate e aggiornate periodicamente, nonché attuare disposizioni efficaci per assicurare che le decisioni di investimento prese per conto dei fondi siano effettuate conformemente agli obiettivi, alla strategia di investimento e, laddove applicabile, ai limiti di rischio degli OICR.

Oltre ai prescritti obblighi, si prevedono, inoltre, ulteriori attività di diligenza da eseguire nella fase di (eventuale) negoziazione, nel caso di investimenti a liquidità limitata (art. 19)<sup>226</sup>, e nella selezione e designazione

---

<sup>226</sup> In particolare, in base all'art. 19, Reg. UE 231/2013, qualora il patrimonio collettivo sia investito in attività a liquidità limitata e tali investimenti siano preceduti da una fase di negoziazione, in relazione a tale fase, il gestore deve, in primis, elaborare e tenere aggiornato, periodicamente, un "piano di attività" coerente con la durata dell'OICR e le condizioni di mercato. Dopodiché, sulla base di tale piano e in coerenza con questo, la SGR ricerca e seleziona possibili operazioni e monitora il rendimento del fondo. In ogni caso, il gestore deve

delle controparti e degli intermediari principali (art. 20)<sup>227</sup>. E ancora, mutuando le norme previste dalla disciplina dei servizi di investimento e rinviando a quanto disposto dal Regolamento (UE) delegato, il Reg. intermediari impone alle SGR di ottemperare alle regole di *best execution* nel servizio di esecuzione degli ordini per conto degli OICR<sup>228</sup>, nonché alle ulteriori regole in materia di gestione, trasmissione, rendicontazione, registrazione di ordini e operazioni per conto dei fondi gestiti e dei quotisti<sup>229</sup>.

---

valutare le operazioni selezionate tenendo conto delle eventuali opportunità e dei rischi globali connessi, di tutti i fattori giuridici, fiscali, finanziari o di altro tipo che influiscono sul valore, delle risorse umane e materiali e delle strategie, comprese quelle di uscita.

<sup>227</sup> Sulla base dell'art. 20, Reg. UE 231/2013, in sede di selezione e designazione delle controparti e degli intermediari principali, il gestore "deve dare prova della competenza, della prudenza e della diligenza dovute prima di concludere accordi e, in seguito, su base continuativa, tenendo conto dell'intera gamma e della qualità dei loro servizi". Inoltre, nella selezione degli intermediari principali o delle controparti della SGR o dell'OICR in operazioni su strumenti derivati OTC, operazioni di concessione in prestito di titoli o in operazioni di vendita con patto di riacquisto, il gestore deve anche assicurare che tali intermediari soddisfino, congiuntamente, tre condizioni: a) che siano soggetti vigilati; b) che siano solidi finanziariamente (rispettino i requisiti patrimoniali di legge); c) che abbiano una struttura e un assetto adeguato per l'esecuzione dei servizi che devono prestare al gestore o all'OICR.

<sup>228</sup> In linea generale, nel rispetto del dovere di *best execution* nel servizio di esecuzione degli ordini per conto degli OICR, si impone alla SGR di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per l'OICR ed i quotisti, avendo riguardo ai medesimi fattori contemplati dal reg. intermediari in materia di servizi di investimento: prezzo; costi; rapidità e probabilità di esecuzione; dimensioni e natura dell'ordine; o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Si specifica, tuttavia, che l' "importanza relativa dei predetti fattori è determinata" facendo riferimento non soltanto alle caratteristiche dell'ordine, degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine e delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto, ma anche e soprattutto avendo riguardo agli obiettivi, alla politica di investimento e ai rischi specifici dell'OICR, così come indicati nel regolamento dell'OICR, nell'atto costitutivo, nel prospetto o nella documentazione promozionale del prodotto (cfr., art. 27, par. 2, Reg. UE 231/2013).

<sup>229</sup> In tema di *execution, transmission policy* e aggregazione di ordini, si vedano, in part., gli artt. 25, 27, 28 e 29, Reg. UE 231/2013. In questa sede, ci si limita a segnalare che, anche in tema di gestione degli ordini di OICR, è evidente l'obiettivo di realizzare una più efficace tutela dell'interesse dei quotisti, applicando i corrispondenti principi stabiliti in tema di servizi di investimento

Parimenti, nell'ambito delle norme che traggono "origine" dalle regole di correttezza (ma anche in un'ottica di prevenzione di potenziali conflitti d'interesse), particolare rilievo meritano le disposizioni in materia di "incentivi", per tali intendendosi tutte quelle prestazioni di carattere monetario (o meno) diverse dai compensi e dalle commissioni normalmente pagate dagli investitori<sup>230</sup>, che le SGR percepiscono o versano in connessione con lo svolgimento del servizio prestato<sup>231</sup>. Anche con riguardo a tale materia, la disciplina – originariamente prevista esclusivamente con riferimento ai servizi di investimento, in occasione del recepimento della MiFID – è stata estesa alla gestione collettiva del risparmio ed in riferimento a tale settore, è oggi sottoposta ad una specifica regolazione, anch'essa contenuta nel Reg. UE 231/2013.

La disciplina in esame prevede che il versamento o l'ottenimento da parte della SGR di *inducements* connessi con le attività di gestione collettiva o di commercializzazione di quote di fondi di propria o altrui istituzione è, in

---

(divieto di *front running*, trattazione rapida, esecuzione ed assegnazione tempestive e accurate, ecc.), con riferimenti ai quali, v., per tutti, G. FERRARINI, *La direttiva MiFID e l'obbligo di best execution*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, II, Padova, 2009, p. 755 ss.

<sup>230</sup> Nell'ambito della gestione collettiva si considerano, generalmente, "normali", sia alcuni oneri che gravano sul fondo e che sono sostenuti *indirettamente* dai sottoscrittori (commissioni di gestione e di incentivo; remunerazione del depositario ed altri oneri residuali), sia i costi *direttamente* sostenuti dall'investitore (commissioni di ingresso pagate al momento dell'acquisto delle quote e commissioni di uscita pagate al momento del riscatto). Cfr., G. ALBARETO - G. CAPPELLETTI - A. CARDILLO - L. ZUCHELLI, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni. Occasional paper*, Banca d'Italia n. 391/2017.

<sup>231</sup> Tipica ipotesi di incentivi di carattere monetario pagati dalle SGR sono le retrocessioni di commissioni di gestione dei fondi, riconosciute agli intermediari distributori. Si considerano incentivi ricevuti dalle SGR non aventi carattere monetario, ma comunque suscettibili di apprezzamento economico, le attività di ricerca in materia di investimenti riconosciuta dagli intermediari negozianti in relazione all'esecuzione di operazioni e ordini richieste dalla SGR per conto dei fondi geriti. Cfr., tra i primi chiarimenti delle Autorità, CONSOB, Comunicazione 14 gennaio 2009 n. DIN/9003258, reperibile sul sito istituzionale dell'Autorità; CESR, *Inducements under MiFID*, Documento CESR/o7-228b, 2007. In dottrina, cfr., in argomento, A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, in *Banca borsa*, 2, 2016, pag. 129 ss.; F. ANNUNZIATA, *Considerazioni in merito alla disciplina dei c.d. incentivi (note a margine degli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari)*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010 55 ss.; S. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca borsa*, 2, 2009, 136 ss.

linea generale, vietato, ad eccezione di alcune ipotesi analiticamente previste<sup>232</sup>. La ratio è, in linea generale, che siano ammissibili tutti quegli esborsi di cui l'investitore sia stato previamente informato, e che sono in qualche modo fisiologici (purché congrui), come controprestazione allo svolgimento di un servizio di gestione adeguato o che determinino, nel complesso, lo svolgimento di un migliore servizio per l'OICR e per l'investitore<sup>233</sup>.

Per quanto concerne, infine, la regola della trasparenza informativa, la stessa trova dettagliata disciplina non solo nella regolamentazione riguardante gli intermediari (la quale rinvia, a sua volta, al Regolamento UE), ma anche in quella relativa agli emittenti ed offerenti strumenti finanziari (Reg. Emittenti), della cui categoria fanno parte, del resto, le quote di OICR contrattuali. Così, a titolo esemplificativo, è richiesto alle SGR di fornire ai partecipanti informazioni appropriate, aggiornate e veritiere nel corso di tutte le fasi e attività che connotano la prestazione del servizio: in ordine al prodotto-OICR gestito nell'ambito del prospetto d'offerta (cfr., art. 16 ss., Reg. Emittenti); in caso di commercializzazione di OICR di terzi (cfr., art. 77, Reg. Intermediari); con riguardo alle strategie di

---

<sup>232</sup> In particolare, sulla base dell'art. 24, Reg. 231/2013, "si ritiene che il GEFIA non agisca in modo onesto, equo e nel miglior interesse dei FIA da esso gestiti o degli investitori di tali FIA se, in relazione alle attività svolte [...] versa o percepisce competenze o commissioni oppure fornisce o riceve prestazioni non monetarie", ad eccezione di quelle: (a) pagate o fornite al FIA o da esso oppure ad una persona per conto del FIA o da essa; (b) pagate o fornite a o da un terzo o una persona che operi per conto di un terzo, qualora il gestore possa dimostrare che (i) prima della prestazione del servizio, siano comunicati in modo chiaro e completo agli investitori "l'esistenza, la natura e l'importo" di tali incentivi "o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo" e che (ii) tali importi o prestazioni siano volti ad accrescere la qualità del servizio e non intralciano l'adempimento dell'obbligo di agire nel miglior interesse dei FIA o degli investitori di tali FIA.

<sup>233</sup> E' il caso, ad esempio, del riconoscimento di retrocessioni commissionali dalla SGR al distributore delle quote del fondo, qualora gli investitori dello stesso abbiano accesso, ad esempio, ad una più ampia gamma di servizi, in quanto, ad esempio, il distributore stesso si impegni nei confronti dei partecipanti a espletare attività di consulenza o di assistenza post-vendita. Non esclude il divieto, invece, la circostanza che i pagamenti ricevuti dal distributore riguardino costi che, altrimenti, sarebbero direttamente addebitati agli investitori; tale ipotesi, infatti – secondo quanto chiarito dal CESR – non implica, di per sé, che tali incentivi siano finalizzati a migliorare o rendere più efficiente il servizio fornito dal gestore (cfr., CESR, *Inducements: Report on good and poor practices*, Documento CESR/10-295 del 19 aprile 2010).

esecuzione e/o trasmissione degli ordini di investimento e disinvestimento (cfr., artt. 26, 28, parr. 1-4, Reg. UE 231/2013); in ordine agli incentivi ammissibili (cfr., art. 25, Reg. UE 231/2013).

Tutto ciò posto, resta fermo che la SGR non è esente da responsabilità per negligenza qualora i mezzi necessari e gli accorgimenti utilizzati siano al di sotto di un livello efficiente, o potenzialmente più efficiente; il che accade – come è stato evidenziato – quando “gli ulteriori mezzi e accorgimenti necessari per attuare il tipo di attività in cui è ravvisabile la soddisfazione dell’interesse del cliente sono giustificati in termini di costi”<sup>234</sup>.

## 2.2. I conflitti di interesse e l’equo trattamento degli OICR gestiti

La materia del conflitto d’interesse ha avuto da sempre posizione centrale nell’ambito delle regole di condotta degli intermediari e, in particolar modo, delle SGR. Nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, infatti, i conflitti di interesse possono essere frequenti e configurarsi in modo variegato, a motivo delle caratteristiche proprie e della struttura del servizio stesso.

In primo luogo, come in ogni altro il rapporto fiduciario in cui un soggetto affida ad altri un potere di gestione caratterizzato da un certo margine di discrezionalità, così anche con riguardo al rapporto di *agency* tra investitori e SGR, si annida l’occasione di comportamenti opportunistici. La discrezionalità del potere conferito al gestore e l’autonomia dello stesso (caratteristiche funzionali ad una migliore efficienza del servizio)

---

<sup>234</sup> In questo senso, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 158, secondo il quale il modo più adeguato di dare concretezza al criterio generale di diligenza è ricorrere alla cd. *Learned Hand formula* in uso negli Stati Uniti per specificare il concetto di comportamento diligente mediante l’applicazione di un metodo costi-benefici. Secondo tale formula algebrica ( $B=PL$ ) – utilizzata per la prima volta negli Stati Uniti, nel *leading case United States vs Carroll Towing Co.* – la responsabilità dipende dalla relazione tra investimenti in precauzioni (B) e il prodotto di probabilità (P) ed entità (L) del danno derivante dalla condotta del danneggiante. La teoria assume che le corti debbano giudicare la responsabilità del danneggiante comparando, sulla base di una valutazione ex post, probabilità di danno e costi di precauzione. In larga approssimazione, se B è uguale o maggiore di PL, l’intermediario sarà esente da responsabilità; viceversa, se B è inferiore a PL, il danneggiante sarà responsabile. Cfr., sul punto, anche in senso critico rispetto alla correttezza di tale criterio, P.Z. GROSSMAN – R.W. CEARLEY – D. H. COLE, *Uncertainty, insurance and the Learned Hand formula*, in *Law, Probability and Risk*, 5, 2006, reperibile sul sito <https://doi.org/10.1093/lpr/mgl012> e sul portale SSRN.



comportano, come visto, che i sottoscrittori non siano in grado di sindacare, se non in limitati casi ed entro ristretti limiti, le scelte di investimento del gestore. Gli investitori, inoltre, non sono in grado di controllare in maniera incisiva ed in via continuativa che il gestore agisca – così come previsto – ai fini della realizzazione dell’interesse esclusivo degli OICR gestiti e degli investitori.

In secondo luogo, mentre nella gestione individuale di portafogli, vi è la possibilità per l’intermediario di informare il cliente sia *ex ante* in modo generico sia con specifico riferimento a singoli investimenti, e richiedere autorizzazioni per operazioni potenzialmente in conflitto, tutto ciò non può darsi nella gestione in monte, ove non si ha, tendenzialmente, dialogo fra gestore e gestito<sup>235</sup>. Infine, e più in generale, nella gestione collettiva contribuiscono al rischio di comportamenti in conflitto: la polifunzionalità del gestore; la varietà tipologica degli OICR gestiti; la posizione di particolare debolezza in cui si trovano gli investitori; l’inclusione, frequentissima, della SGR all’interno di un gruppo bancario; ecc.

Così, negli ultimi anni – soprattutto sulla spinta del legislatore europeo – si è assistito ad una evoluzione normativa molto significativa, nel senso dell’affermazione di più marcati modelli e assetti organizzativi per la prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto rilevanti<sup>236</sup>.

La pervasiva disciplina europea e di vigilanza<sup>237</sup> si basano quindi, principalmente, su un approccio “organizzativo”: alla possibile previsione di divieti e limiti all’operatività del gestore è stata privilegiata, infatti, una disciplina che impone alle SGR di essere strutturate ed organizzate per minimizzare i potenziali rischi di conflitto<sup>238</sup>.

---

<sup>235</sup> In tal senso, per tutti, R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa*, 2007, 431 ss. In linea teorica, quindi, considerate le caratteristiche della gestione in monte e gli scarsi diritti di informazione attribuiti ai partecipanti, i rischi di conflitto appaiono decisamente maggiori nella gestione collettiva, potendo il partecipante valutarli solo al momento dell’investimento, sulla base del regolamento di gestione e/o del prospetto informativo.

<sup>236</sup> In tale contesto, ove il conflitto non può essere affrontato ricorrendo al meccanismo della *disclosure* delle operazioni potenzialmente in conflitto, l’elemento organizzativo assurge a requisito indefettibile per la società di gestione e a principale di presidio per la tutela dell’investitore. Cfr., F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005, 301 ss.

<sup>237</sup> V., in particolare, gli artt. 30-37, Reg. UE 231/2013.

<sup>238</sup> Si considerino, in particolare, gli artt. 12, par. 1, lett. b) e 14, par. 1, lett. d), dir. UCITS IV, la quale si esprime sulla falsariga di quanto previsto in precedenza dall’art. 5-septies, par. 1, lett. b), dir. 85/611/CE.

Nella disciplina attuale, pertanto, l'attenzione si sposta dalla fase "operativa", alla fase prodromica rispetto all'effettuazione delle scelte di *asset allocation* del gestore. A sua volta, la preventiva identificazione delle situazioni più significative (secondo un approccio *risk based*) da cui possono originare conflitti d'interesse in relazione alla concreta operatività del gestore, diviene presupposto fondamentale per la prevenzione di tali conflitti e la predisposizione un assetto organizzativo e procedurale adeguato a tale scopo<sup>239</sup>.

Nell'ambito della disciplina di dettaglio, si prevede, quindi, che i conflitti<sup>240</sup> che possano sorgere tra: (i) gli interessi della SGR ("compresi i suoi soggetti rilevanti o qualsiasi persona o entità avente stretti legami con il gestore o un soggetto rilevante") e gli interessi dell'OICR; (ii) gli interessi della SGR e gli interessi dei partecipanti; (iii) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di altri OICR o dei rispettivi partecipanti; (iv) gli interessi dell'OICR, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di un altro cliente del gestore; (v) gli interessi di due o più clienti del gestore, debbano essere, in primo luogo, identificati, monitorati, e gestiti tramite idonee misure organizzative e procedure, "in modo da evitare che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti"<sup>241</sup>.

A tale fine, la SGR deve adottare un'apposita *conflict policy*, la quale deve essere è formulata per iscritto e deve risultare adeguata rispetto alla

---

<sup>239</sup> Cfr., con riferimento al regime previgente, G. LEGGIERI, *Art. 40*, cit., 615.

<sup>240</sup> L'art. 30, Reg. UE 231/2013, identifica i tipi di conflitto che possono sorgere nell'ambito del servizio di gestione collettiva, prevedendo in particolare, alcune ipotesi che il gestore deve tenere in considerazione. In particolare, il gestore stesso, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto con il gestore, si trovano (o possono trovarsi) in conflitto di interessi nel corso della gestione del FIA, quando: è probabile che realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori; hanno un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei suoi investitori o di un cliente o dell'operazione realizzata per conto del FIA o di un cliente; hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un OICR, di un cliente o di un gruppo di clienti, rispetto agli interessi dell'OICR gestito; hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un investitore rispetto agli interessi di un altro investitore o gruppo di investitori dello stesso OICR; esegue le stesse attività per il FIA e per un altro FIA, un OICVM o un cliente; riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva di portafogli fornite al FIA, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

<sup>241</sup> cfr., art. 31, par. 2, lett. b), Reg. UE 231/2013.

dimensione e organizzazione del gestore, nonché alle caratteristiche della sua attività. La politica di gestione delle situazioni di conflitto d'interesse deve necessariamente individuare le circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di un danno agli interessi dell'OICR o dei suoi investitori<sup>242</sup>, nonché le procedure da seguire e adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti<sup>243</sup>.

Particolarmente complesso, nella materia in esame, la ricostruzione del concetto di "equo trattamento degli OICR gestiti" in situazioni di conflitto, contenuto alla lettera b) dell'art. 35-decies, comma 1, TUF. Un principio di "equo trattamento" dei clienti era contenuto, con riferimento alla materia dei servizi di investimento, nella disciplina precedente all'introduzione del regime MiFID<sup>244</sup>, ed aveva lungamente impegnato la dottrina. Secondo un orientamento maggioritario, tale concetto implicava, semplicemente, il dovere dell'intermediario di perseguire l'interesse di ciascun cliente<sup>245</sup>; secondo altra lettura – tesa a dotare il principio in esame di autonoma e specifica valenza – l'equità di trattamento consisteva, in tali casi di conflitto, nella "parità di trattamento" di tutti i clienti appartenenti alla medesima categoria omogenea<sup>246</sup>.

Tale formula, non più contemplata nell'attuale disciplina dei servizi di investimento, è stata invece mantenuta con riguardo alla gestione collettiva, come traduzione dell'art. 14, par. 1 lett d), dir. UCITS IV, il quale, nel testo inglese, prevede che la SGR "*tries to avoid conflicts of interest and,*

---

<sup>242</sup> Tale individuazione deve essere compiuta dalla SGR tenendo conto delle attività svolte direttamente o per suo conto, comprese quelle svolte da un delegato, un subdelegato, un valutatore esterno o una controparte.

Qualora la SGR appartenga ad un gruppo, la *conflict policy* deve anche tener conto delle circostanze, di cui il gestore stesso è o dovrebbe essere a conoscenza, "che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo". Cfr. artt. 31, par. 1, e par. 2, lett a), Reg. UE 231/2013.

<sup>243</sup> Sulle quali si rinvia a quanto previsto dall'art. 33, Reg UE 231/2013.

<sup>244</sup> Prima del recepimento della MiFID, avvenuto con d.lg. n. 164/2007, infatti, l'art. 21, comma 1, lett c), TUF, prevedeva tra le regole di condotta dei soggetti abilitati (e, quindi, anche delle SGR nella prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli per conto terzi) quella secondo cui tali soggetti dovevano "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto d'interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento". Sul punto, G. LEGGIERI, *Art. 40*, cit., 616 ss.

<sup>245</sup> V., tra gli altri, G. DE NOVA, *Conflicts of interest and the fair dealing duty*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 479 ss.

<sup>246</sup> Così, F. ANNUNZIATA, *La disciplina*<sup>5</sup>, cit., 109.

*when they cannot be avoided, ensures that the UCITS it manages are fairly treated”.*

Il concetto di trattamento “equo” (*fair*), allora, sembrerebbe semplicemente ribadire, alla SGR, di dover continuare ad agire – anche in circostanza di conflitto – perseguendo l’interesse dell’OICR gestito e nel rispetto delle ulteriori regole di condotta gravanti sulla stessa. La regola, in buona sostanza, consente al gestore, di compiere comunque l’operazione in conflitto, purché sia assicurata la cura sostanziale dell’interesse dell’OICR; interesse nel quale tendono ad esaurirsi anche gli interessi specifici dei singoli partecipanti<sup>247</sup>. In questo senso, ad esempio, qualora il conflitto riguardasse l’interesse di un partecipante, agire assicurando l’equo di trattamento del fondo, per la SGR significherebbe comportarsi in via mediata in modo comunque corretto e nell’interesse anche degli altri partecipanti e, quindi, tendere comunque verso condotte che possano dirsi rispettose dell’incarico di gestione collettiva<sup>248</sup>.

In questo senso, infatti, anche la normativa europea specifica che “qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate [...] non siano sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, i rischi di danni agli interessi del FIA o degli investitori del FIA, l’alta dirigenza o un altro organo interno competente del GEFIA è informato prontamente affinché possa adottare ogni decisione o misura necessaria per assicurare che il GEFIA agisca nel miglior interesse del FIA o degli investitori del FIA” (art. 34, Reg. UE 231/2013).

Di stampo organizzativo-procedurale è anche la previsione che richiede alle SGR di istituire e aggiornare periodicamente, un apposito registro nel quale devono essere riportati i tipi di attività svolti (da essa, o per suo conto) e per i quali sia sorto – o, nel caso di un’attività in corso, possa sorgere – un conflitto di interesse che comporta il rischio significativo di danno agli interessi di uno o più OICR o dei suoi investitori (art. 35, Reg. UE 231/2013). Il registro rappresenta, quindi, lo strumento attraverso cui monitorare i conflitti di interesse, anche in funzione di aggiornamento della *conflict policy*, e contestualmente, assicura la tracciabilità del comportamento del gestore nella rilevazione dei conflitti. L’annotazione del registro non riguarda tutte le ipotesi concrete di conflitto manifestatesi durante l’operatività – operazione che sarebbe eccessivamente gravosa e

---

<sup>247</sup> D’altra parte, considerata la frequenza dei casi di conflitto in cui una SGR, soprattutto qualora gestisca FIA aperti o OICVM (per conto dei quali vengono compiute nel continuo operazioni di investimento/disinvestimento) può astrattamente venirsi a trovare, sarebbe risultata inapplicabile (oltre che eccessivamente onerosa) la previsione di una regola *disclose or abstain*.

<sup>248</sup> G. LEGGIERI, *Art. 40*, cit., 617.

tutto sommato poco utile – ma le tipologie di attività in relazione alle quali è sorto o potrà verificarsi un conflitto rilevante<sup>249</sup>. Ciò non esclude, tuttavia, che la SGR – in specie laddove la tipologia del fondo implichi una minor operatività e una ridotta attività di investimento (è il caso, in particolare dei FIA chiusi e dei FIA immobiliari) – possa organizzarsi registrando anche le singole operazioni di conflitto.

Ciò posto, sembra opportuno rilevare che – nonostante la pervasiva disciplina di prevenzione, gestione e monitoraggio dei conflitti significativi in vigore – nei fenomeni di gestione *in pooling* il presidio più importante contro i potenziali abusi del gestore ed i conflitti di interesse, è rappresentato, oggi come in passato, dalla costruzione di uno schema organizzativo di duplice separazione patrimoniale e dalla previsione, in questo senso, di un depositario che materialmente custodisce e detiene i beni che costituiscono il patrimonio collettivo.

In questo senso, la funzione di del depositario, risponde proprio all'esigenza di preservare l'integrità delle risorse di compendio tramite la realizzazione, in concreto, della separatezza del fondo, così arginando il pericolo che il gestore si appropri dei risparmi affidati dai partecipanti e assicurando che il gestore non possa effettivamente "movimentare" il patrimonio senza la cooperazione del depositario stesso<sup>250</sup>.

In questo senso, la presenza di un depositario-controllore costituisce il presidio principale e indefettibile contro i conflitti di interesse nelle gestioni collettive, essendo questi l'unico soggetto abilitato a disporre materialmente del patrimonio del fondo, sia pure dietro indicazione della società di gestione<sup>251</sup>.

---

<sup>249</sup> Si esprime nei termini detti con riferimento ai servizi di investimento dopo l'introduzione della MiFID, F. MOCCI, *Il conflitto di interessi, mappatura dei conflitti, costruzione della conflict policy, registro dei conflitti di interessi*, in *La MiFID in Italia*, a cura di Zitiello, Torino, 2009, 209 ss. Il punto sembra a maggior ragione condivisibile anche con riguardo alla registrazione dei conflitti nella prestazione del servizio di gestione collettiva.

<sup>250</sup> Cfr., in tal senso, L. ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impr. e soc*, 1995, 290 ss.; A. COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, 616.

<sup>251</sup> Cfr., R. LENER, *Il conflitto di interessi*, cit., 431 ss.; ID, *Conflitti di interesse*, cit., 371, il quale sottolinea, appunto, l'importanza di una condotta adeguata del depositario anche e soprattutto in chiave di prevenzione dei potenziali conflitti d'interesse.

### 2.3. Le misure organizzative a salvaguardia dei diritti dei quotisti e le procedure di prestazione efficiente del servizio

L'art. 35-decies, riprendendo con i dovuti accorgimenti quanto previsto, analogamente, in materia di servizi e attività di investimento, stabilisce che le SGR: (i) devono adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli OICR e (ii) disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.

Con riferimento alle misure di salvaguardia dei diritti dei quotisti, la ratio di tale disposizione è quella di evitare, attraverso la predisposizione di adeguati presidi organizzativi, la possibile confusione di patrimoni di pertinenza dei partecipanti al fondo con quelli degli altri soggetti coinvolti nel servizio (del gestore stesso, del depositario, degli altri partecipanti), così da prevenire il rischio di confusione e garantire la corretta liquidazione dell'OICR nei casi di insolvenza o di liquidazione volontaria del fondo<sup>252</sup>.

Naturalmente, stante le peculiarità del fenomeno gestione collettiva, il dovere di adottare idonee misure per salvaguardare i diritti dei quotisti, si attegga in modo diverso rispetto a quanto accade per i servizi di investimento. Il servizio di gestione in monte, infatti, si caratterizza per il fatto che le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari di compendio dell'OICR, devono essere necessariamente tenute in appositi conti separati aperti dall'intermediario presso il depositario, il quale – come si vedrà approfonditamente *infra* – è, a sua volta, obbligato ad agire in modo indipendente dal gestore e nell'interesse dei partecipanti.

In questo, senso, è stato rilevato come, in riferimento al rapporto partecipanti-SGR, la presenza ex lege di un soggetto terzo che detenga i beni di pertinenza dell'OICR contrattuale, sposta, più che altro, i termini della questione sugli accorgimenti che questo soggetto è tenuto a predisporre e rispettare per evitare la confusione dei beni di pertinenza dei singoli partecipanti, per scegliere in maniera adeguata eventuali sub-depositari e per garantire un efficace controllo sull'operato degli stessi<sup>253</sup>.

In linea generale e dall'angolo visuale del gestore, la prima parte della suddetta norma implica quindi, nella sostanza, la necessità di garantire la separazione patrimoniale e gestire correttamente i rapporti con il soggetto terzo cui sono materialmente affidati e che detiene i suddetti beni. Il che implica, ulteriormente, che laddove l'intermediazione del depositario non sia prevista, alla SGR saranno richiesti ulteriori presidi di salvaguardia dei diritti dei quotisti; ciò che accade, tipicamente, nei FIA chiusi e nei FIA

---

<sup>252</sup> Così, inter alia, M. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., 212.

<sup>253</sup> Cfr., R. LENER, *Conflitti di interesse*, op. cit.

immobiliari, con riguardo all'investimento in beni immobili<sup>254</sup>.

Per quanto concerne i rapporti con il depositario, la disposizione allude anche, evidentemente, all'adeguatezza dei flussi informativi, il che rileva, particolarmente, qualora la SGR avesse affidato al depositario anche il compito di calcolare il valore delle quote del fondo<sup>255</sup>.

In aggiunta alla previsione sulla salvaguardia dei diritti dei partecipanti, nella seconda parte della disposizione richiamata è previsto che le SGR debbano dotarsi di "adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi". La norma – che riprende quanto disposto anche in ambito europeo dall'art. 14, par. 1, lett. c), Direttiva 2009/65/CE e, di recente, dall'art. 12, par. 1, lett. c), dir. AIFM –ha, evidentemente, portata generale, essendo finalizzata ad esigere dalla SGR l'adozione di un sistema complessivo di procedure (anche di controllo) adeguato alla prestazione dei servizi nell'interesse degli investitori, e idoneo alla dotazione di risorse quantitativamente e qualitativamente affinché la propria attività sia svolta secondo criteri di efficienza<sup>256</sup>. In quest'ottica – e coerentemente con il principio di proporzionalità delle misure organizzative degli intermediari di cui all'art. 4, comma 2, Reg. Congiunto – il richiamo all'efficienza organizzativa evoca il ricorso da parte della SGR a modelli, strumenti e metodi per ottimizzare risorse interne e strutture, al fine di una gestione strategica dei costi in una logica di valore<sup>257</sup>.

---

<sup>254</sup> Con riferimento a tali beni, infatti, la presenza del depositario è necessaria solamente qualora si tratti di detenere disponibilità liquide per conto di tali fondi (quali, ad esempio, le somme relative a canoni di locazione degli immobili di compendio del FIA e i depositi cauzionali dei contratti di locazione). La SGR dovrà garantire ai partecipanti, quindi, la corretta trascrizione nei pubblici registri immobiliari, intestando come visto tali beni a se stessa. Sul punto, v., G LEGGIERI, *Art. 40*, cit., 622-623.

<sup>255</sup> Infatti, irregolarità o inefficienze nello scambio di informazioni SGR-depositario su tale aspetto specifico potrebbero determinare pregiudizi per i partecipanti in sede di liquidazione del valore della quota a seguito di esercizio del diritto al rimborso.

<sup>256</sup> L'art. 22, parr. 1 e 2, Reg. UE 231/2013, inoltre, impone al gestore di disporre di "personale sufficiente provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per assolvere le responsabilità che gli sono attribuite [...]" tenendo conto "della natura, della scala e della complessità della sua attività commerciale, nonché della natura e della gamma dei servizi prestati e delle attività esercitate nel quadro di detta attività commerciale.

<sup>257</sup> Le procedure interne e l'organizzazione complessiva dovranno quindi essere proporzionate rispetto alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta.

In tal senso, le procedure interne approntate dalla SGR dovranno essere proporzionate e coerenti con la tipologia e complessità del fondo gestito, con il target di clientela di riferimento, con il numero e le caratteristiche delle controparti con cui il gestore entra in rapporto nello svolgimento del servizio<sup>258</sup>.

### 3. Criteri generali e responsabilità della SGR (cenni e rinvio)

Come si è avuto modo di constatare, la pervasiva disciplina sugli obblighi di condotta e di adeguatezza della SGR, “integra” l’oggetto del contratto di investimento stipulato con i partecipanti, individuando una serie di obblighi ulteriori rispetto a quanto previsto dal regolamento del fondo, i quali devono essere rispettati dal gestore nella prestazione del servizio.

In quanto rapporto di gestione, anche quello della SGR verso i partecipanti, si configura come una tipica obbligazione di mezzi<sup>259</sup>: banalmente, il gestore – salvo che non sia esplicitamente promesso un rendimento minimo di gestione – non è tenuto a garantire l’incremento relativo del valore della quota del partecipante conseguente all’incremento complessivo di valore del fondo. In questo senso, anche se l’attività della SGR, come visto, deve tendere a procurare all’investitore il maggiore incremento possibile (art. 36, comma 3, TUF), la stessa non sarà responsabile per il fatto che l’attività gestoria non abbia procurato un accrescimento di valore del patrimonio collettivo, a meno che ciò derivi da una violazione delle specifiche regole tecniche e di condotta che devono connotare il servizio svolto, e salvo il caso in cui la SGR garantisca un rendimento minimo o un incremento percentuale minimo del valore del patrimonio gestito (in tal caso, trasferendo su di sé i rischi connaturati all’operazione di investimento)<sup>260</sup>. In primo luogo, occorre distinguere, quindi, le ipotesi in cui la perdita subita dal quotista derivi dall’alea

---

<sup>258</sup> La materia è oggi analiticamente disciplinata agli artt. 57-66, Reg UE 231/2013, cui si rinvia. i quali dettano regole analitiche relative a tutti gli aspetti dell’organizzazione interna del gestore: procedure, controlli, elaborazione dati, procedure contabili, operazioni personali del management. Cfr., F. ANNUNZIATA, *LA disciplina*<sup>8</sup>, cit., 248.

<sup>259</sup> Cfr., DI MAJO, *La correttezza*, cit., 299; P. GAGGERO, *I contratti di gestione patrimoniale (a proposito di un libro di Carlo Lombardini)*, in *Contr. e impr.*, 2001, 707.

<sup>260</sup> È il caso delle cd. gestione collettive “garantite”, nelle quali, cioè, è lo stesso regolamento del fondo a prevedere un determinato risultato. Cfr. sul punto D. MAGNO, *Mala gestio*, cit., 933, 946.



normale del rapporto<sup>261</sup>, da quelle in cui, viceversa, il danno sia conseguenza diretta dell'inadempimento della SGR ai richiamati obblighi; sicché, la decurtazione del fondo (e delle quote) non sarebbe avvenuta se la SGR avesse agito rispettando le *conduct of business rules* che devono presiedere lo svolgimento del servizio di gestione collettiva. D'altra parte, come visto, la discrezionalità della SGR nelle scelte di *asset allocation* del fondo, è circoscritta "solamente" dai suddetti canoni di condotta e di organizzazione, nonché dalle previsioni del regolamento del fondo relative alla definizione della politica di investimento predeterminata. Pertanto, solamente un cattivo risultato di gestione, nel senso di una perdita o mancato guadagno che sia imputabile a colpa del gestore (negligenza nella scelta della controparte negoziale, violazione dei limiti agli investimenti ammissibili ecc.) e rilevata con giudizio *ex post*, può legittimamente fondare un'azione di responsabilità del partecipante<sup>262</sup>.

Ciò posto in termini molto generali, nello svolgimento della propria attività, la SGR può compiere atti illegittimi (in quanto contrari ai suddetti criteri e principi) *direttamente* lesivi dei diritti contrattuali del partecipante o *indirettamente* lesivi per i partecipanti (in quanto incidenti direttamente sull'OICR e solo di riflesso sul valore della quota di partecipazione)<sup>263</sup>. Rientrano nella prima categoria, ad esempio, il mancato rimborso della quota nei termini previsti o il mancato invio della rendicontazione periodica dovuta. Rientrano invece nella seconda categoria, ad esempio: il caricamento di provvigioni in misura superiore a quanto previsto nel regolamento del fondo; l'attribuzione ad un fondo gestito di strumenti finanziari dall'andamento particolarmente favorevole di altro fondo gestito per far risultare il primo migliore nelle classifiche di rendimento atteso, a discapito del fondo cedente; la cessione dei beni del fondo a prezzi notevolmente ribassati; la decurtazione del patrimonio del fondo a seguito di scelte non rispettose delle linee di investimento previste nel regolamento

---

<sup>261</sup> In tal caso, ovviamente, se sono rispettati i criteri generali e le linee di gestione normativamente e contrattualmente previste, le singole scelte di investimento, ancorché producano un risultato negativo, non possono essere sindacate. Cfr., D. MAGNO, *Mala gestio*, cit., 946.

<sup>262</sup> Cfr., *ex multis*, E. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione di fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, 5 ss.; E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984, 475 ss.; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. e impr.*, 154 ss.

<sup>263</sup> Cfr., P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 748-749.

del fondo, ecc. In questi casi, il danno si produce, in prima battuta, sull'intero fondo e va quindi ad impattare, indirettamente e pro-quota, anche su ciascun sottoscrittore, determinando profili di responsabilità del gestore collettivo. In tutti questi casi, occorre quindi verificare: a) se il partecipante possa far valere pro-quota il danno riflesso nei confronti del gestore; b) se danni diretti e indiretti comportino o meno l'applicazione di discipline differenti e, di conseguenza, sono trattati diversamente dalla legge; c) in ogni caso, se i partecipanti possano agire non soltanto nei confronti della società di gestione, ma anche nei confronti degli organi interni e del revisore della SGR, e in caso di risposta affermativa, per quale danno<sup>264</sup>.

---

<sup>264</sup> *Ibidem*.

CAPITOLO III  
LA RESPONSABILITÀ CIVILE PER I DANNI ARRECATI AL FONDO  
COMUNE D'INVESTIMENTO E AI PARTECIPANTI

SEZIONE I  
LA RESPONSABILITÀ DEL DEPOSITARIO

**1. Considerazioni preliminari**

Il presente capitolo, coerentemente con i confini tematici tracciati, affronta alcuni profili di responsabilità inerenti la gestione del fondo comune d'investimento, ed in particolare quei casi di responsabilità da inadempimento dei soggetti necessariamente (SGR e depositario) o potenzialmente (delegati di funzioni) presenti nell'articolazione soggettiva del servizio, che sono direttamente riferibili allo svolgimento dell'attività riservata e idonei a danneggiare direttamente o indirettamente i sottoscrittori di quote.

In particolare, tenuto conto di tutte le possibili attività che sono in senso lato riferibili dalla prestazione del servizio di gestione collettiva, ma che non ne costituiscono il fulcro, si è scelto di limitare l'analisi ai soli profili di responsabilità per inadempimento di SGR e depositario riferibili "in senso stretto" allo svolgimento delle specifiche funzioni proprie dell'attività riservata. In questo senso, si è quindi scelto di trattare solo per cenni i temi della responsabilità da informazione inesatta della SGR e della responsabilità degli intermediari collocatori (tema che rientra nella responsabilità da svolgimento di servizi di investimento di cui al regime MiFID). Al contrario, saranno affrontati in maniera approfondita i casi di responsabilità da inadempimento del depositario, SGR e loro delegati, determinanti un danno ai partecipanti per violazione diretta dei diritti ad essi spettanti (sulla base della legge o del regolamento del fondo) o come conseguenza del danno prodotto al patrimonio collettivo.

Dal punto di vista sistematico, si è scelto di affrontare primariamente la disciplina sul depositario – la quale sarà oggetto di analisi nella presente Sezione e, quindi, prima della "corrispondente" disciplina in tema di responsabilità del gestore – in quanto, come vedremo *infra*, proprio dall'analisi della prima è possibile ricavare spunti sistematici utili per la soluzione di questioni teoriche e pratiche relative alla seconda.

Ciò premesso, anche la disciplina in materia di compiti, funzioni e (relative) responsabilità da inadempimento del depositario<sup>265</sup> ha subito, per effetto del “nuovo” *framework* normativo europeo<sup>266</sup>, una sensibile trasformazione. Infatti, soprattutto con il Regolamento delegato UE 231/2013, (emanato, come visto, nella cornice normativa tracciata dalla AIFMD), è stata introdotta e recepita a livello europeo una analitica e pervasiva disciplina che ha modificato notevolmente, rispetto al passato, la regolazione degli aspetti più importanti dell’attività del “controllore” del gestore: soggetti autorizzabili; funzioni e delega di funzioni; rapporti con SGR e investitori; regime di responsabilità<sup>267</sup>.

È bene precisare che, al pari di quanto visto con riferimento alle regole di condotta del gestore, anche con riferimento al depositario la scelta del

---

<sup>265</sup> Uno dei profili di maggiore novità introdotto dalla AIFMD consiste proprio nell’ampliamento dei soggetti che possono assumere l’incarico di depositari di OICR. Mentre in passato tale possibilità era limitata alle sole banche autorizzate e alle succursali italiane di banche comunitarie, (v., per tutti, L. ENRIQUES, *La banca depositaria*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, in ASSOGESTIONI, Quaderni di documentazione e ricerca n. 23, 2000, 171 ss.), oggi tale incarico – sulla base di quanto previsto dall’art. 47, comma 2, TUF, il quale ha recepito a sua volta le indicazioni della Direttiva – può essere rivestito anche da SIM e succursali italiane di imprese di investimento. La ratio di tale estensione è da rintracciarsi nel fatto che le SIM, al pari delle banche, rappresentano una forma tipica di intermediari incaricati di funzioni di custodia di valori mobiliari e sono sottoposti alla medesima disciplina prudenziale volta ad assicurare la sana e prudente gestione applicabile agli intermediari bancari (in part., Reg. UE, 575/2013 “CRR”). Le condizioni per l’autorizzazione sono rimaste invariate rispetto a quanto previsto nel regime previgente con riguardo alle banche: sulla base del Titolo VIII, Capitolo I, RGC, infatti, presupposto per l’assunzione dell’incarico sono: la presenza di un patrimonio di vigilanza di almeno 100 milioni di euro; l’idoneità di tutte le componenti dell’assetto organizzativo predisposto a svolgere in modo efficiente i compiti specifici affidati; un’adeguata esperienza nel settore, ai fini dell’incarico da assumere.

<sup>266</sup> Oltre alla già richiamata AIFMD, e al Reg. UE 231/2013, la disciplina è stata ulteriormente incisa, di recente, dalle modifiche apportate alla dir. UCITS IV dalla Direttiva 2014/91/UE e dalle novità introdotte, da ultimo, con l’emanazione della dir. UCITS V.

<sup>267</sup> Cfr., D. VENEZIANO, *I compiti del depositario e il “nuovo” regime di responsabilità*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, 295. Su tali aspetti ha inciso, da ultimo, anche il recepimento della dir. 2014/91/UE (UCITS V), avvenuto con d. lgs., n. 71 del 18 aprile 2016, e concernente, come visto, anche alcune modifiche riguardanti il regime normativo dei depositari di OICVM, ma che in Italia sono state estese, come si dirà a breve, anche ai depositari di FIA.

nostro legislatore è stata nel senso di fornire, soprattutto in sede di normativa secondaria e tramite la tecnica del rinvio alle norme europee, un quadro tendenzialmente unitario, applicabile a tutti i depositari di OICR, evitando quindi una frammentazione di disciplina tra depositari di OICVM e depositari di FIA<sup>268</sup>. Così, nel nostro ordinamento, questa disciplina “unitaria” si struttura in una normativa di fonte primaria, costituita dagli artt. 47-49 TUF, e in un’ampia e pervasiva normativa secondaria, racchiusa nel “nuovo” Titolo VIII del Regolamento Gestione Collettiva, il quale rinvia a sua volta, per molti aspetti, direttamente al Reg. Ue 231/2013 (la cui applicazione viene estesa in più punti anche ai depositari di OICVM), e al Reg. UE 438/2016 relativo agli obblighi dei depositari di OICVM.

## **2. L’attività esecutiva e di controllo del depositario: l’affidamento dei beni di OICR**

A livello di normativa primaria, il nucleo centrale in tema di doveri dell’intermediario è costituito dall’art. 47, comma 1, TUF, in base al quale il gestore deve conferire “per ciascun OICR”, l’incarico di depositario ad un unico soggetto, cui sono “affidati” i beni del patrimonio collettivo, al fine dare effettività al principio di separazione sancito dall’art. 36, comma 4, TUF<sup>269</sup>.

Tramite questo obbligo di affidamento dei beni, pertanto, la legge mira a evitare che determinati comportamenti o vicende del gestore (quali ad esempio, come vedremo, la sua eventuale insolvenza) si risolvano in un’indebita appropriazione e distrazione dei beni del fondo o nella confusione dei patrimoni gestiti<sup>270</sup>. Tale obbligo, inoltre, connota dialetticamente i rapporti SGR-depositario, configurando un assetto in base

---

<sup>268</sup> La normativa secondaria, infatti, da un lato recepisce le novità previste dalla UCITS V, estendendole anche ai depositari di fondi alternativi, dall’altro lato, recepisce o richiama la normativa sui fondi alternativi, estendendola anche ai depositari di fondi armonizzati.

<sup>269</sup> La previsione di un soggetto terzo depositario rappresenta una tipica tecnica legislativa atta a garantire separazione e autonomia patrimoniale nell’ambito di una struttura organizzativa caratterizzata dalla segmentazione di un’attività in diversi “comparti” funzionali. Cfr., F. GUERRERA, *Contratto d’investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 701 ss.

<sup>270</sup> Così, D. VENEZIANO, *I compiti del depositario*, cit., 298. La presenza di un depositario “forte”, come si è avuto modo di constatare, rappresenta inoltre il principale presidio a prevenzione di conflitti di interesse che possano insorgere tra gestore e OICR o tra i diversi OICR gestiti.

al quale alla SGR è in linea di massima precluso disporre dei beni di compendio del fondo, senza la necessaria cooperazione del “controllore”<sup>271</sup>. Il concetto di affidamento, tuttavia, non si risolve in una mera detenzione o deposito materiale dei beni, come sembrerebbe dedursi da una lettura dell’art. 47, comma 1, TUF<sup>272</sup> – il che peraltro, come visto, sarebbe inconcepibile rispetto ai beni in cui devono essere investite determinate tipologie di fondi – ma presenta un contenuto articolato, comprensivo dell’obbligo di effettuare tutta una serie di attività tecniche, nei confronti della SGR e nell’interesse dei partecipanti<sup>273</sup>. In particolare, l’art. 48, comma 2, TUF, nel riempire di ulteriore contenuto la portata dell’“affidamento”, prevede che il depositario adempia “agli obblighi di custodia degli strumenti finanziari ad esso affidati e alla verifica della proprietà nonché alla tenuta delle registrazioni degli altri beni” e che, salvo il caso di affidamento ad un soggetto diverso, detenga “altresì le disponibilità liquide” degli OICR.

In altri termini, l’oggetto dei compiti e doveri di “affidamento” del depositario, lungi dall’esaurirsi nella sola custodia di beni, consiste, da un lato, nell’assicurare che la SGR non possa materialmente detenere i beni suscettibili di materiale detenzione (strumenti finanziari; liquidità), dall’altro lato, che la SGR non possa materialmente disporre di tutti quei beni non detenibili (immobili, crediti, ecc.) senza la necessaria cooperazione del depositario, il quale è chiamato a verificarne la proprietà, tenerne registrazione, e con specifico riguardo alle eventuali disponibilità liquide affidate a un diverso soggetto, effettuare monitoraggi e riconciliazioni<sup>274</sup>.

---

<sup>271</sup> Cfr., inter alia, L. ENRIQUES, *op. cit.*; P. CASELLA - E. RIMINI, *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991, 210.

<sup>272</sup> Nel senso, limitato, di trasferimento da parte della SGR della materiale disponibilità di quei beni dell’OICR gestito che abbiano caratteristiche tali da renderli suscettibili di essere detenuti e custoditi.

<sup>273</sup> V., art. 48, comma 1, TUF, secondo cui il depositario agisce “in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti all’Oicr” [...] adottando “ogni misura idonea a prevenire potenziali conflitti di interesse tra l’esercizio delle funzioni di depositario e le altre attività svolte”.

<sup>274</sup> L’approccio segnalato nel testo è in linea con quanto espressamente previsto dall’art. 21, par. 8, AIFMD, laddove si afferma che rientrano nel dovere di custodia (“*safe-keeping*”) sia i valori mobiliari “that can be held in custody” sia gli altri beni, dei quali il depositario dovrà verificare la proprietà. D’altra parte, già nel regime precedente, si faceva riferimento ad un’accezione ampia di “custodia”, idonea a ricomprendere qualsiasi bene di compendio del fondo (mobile, immobile, materiale, immateriale ecc.). Cfr., sul punto, L. ENRIQUES, *La banca depositaria*, cit., 173.

Ciò posto, sulla base del combinato disposto delle suddette norme, e in base a quanto previsto dal Titolo VIII del Regolamento sulla Gestione Collettiva<sup>275</sup>, è possibile individuare i seguenti nuclei fondamentali di attività che caratterizzano, oggi, l'obbligo del depositario: a) la custodia degli strumenti finanziari; b) la verifica della proprietà dei beni diversi dagli strumenti finanziari; c) la detenzione delle liquidità dell'OICR (o il monitoraggio dei flussi di cassa); d) il controllo dei beni e della relativa gestione; e) la valutazione delle quote del fondo (o delle azioni, in caso di OICR statutarî).

Per quanto concerne la funzione di custodia *sub a)*, vi rientrano: (i) gli strumenti finanziari che "possono essere fisicamente consegnati"; (ii) gli strumenti finanziari dematerializzati "per i quali è possibile la registrazione in appositi conti nei libri contabili del depositario stesso"; a tale fine, si specifica che il depositario deve registrare gli strumenti nei propri libri contabili in conti separati aperti a nome di ciascun OICR, al fine di separare e poter distinguere in ogni momento le attività detenute per conto di un OICR da quelle detenute per conto di altri soggetti o di pertinenza del depositario stesso<sup>276</sup>.

Si precisa inoltre, che, in ogni caso, gli strumenti finanziari che non possono essere fisicamente consegnati rientrano comunque negli obblighi di custodia del depositario se rispettano determinate condizioni previste dalle normative UE di diretta applicazione (in particolare, dagli art. 88, par. 1, del Reg. UE 231/2013 per i FIA, e dall'art. 12, par. 1, del Reg. UE 438/2016 per gli organismi armonizzati), cui il Regolamento Gestione Collettiva direttamente rinvia<sup>277</sup>.

In ogni caso, le funzioni di custodia relative a tutti i suddetti strumenti

---

<sup>275</sup> Il quale formula – alla Sez. I, Cap. I, Tit. VIII – una elencazione generale delle funzioni del depositario, la quale ripropone, in senso più ampio e specifico, le funzioni segnalate all'art. 48, commi 2 e 3, TUF.

<sup>276</sup> Cfr., Sez. III, Cap. III, Tit. VIII, RGC.

<sup>277</sup> Tali norme prevedono – ciascuna nel proprio ambito e salvo alcune differenze non sostanziali – che rientrano negli obblighi di custodia gli strumenti finanziari rappresentati da valori mobiliari, quote di OICR o strumenti del mercato monetario registrabili o che sono registrati dall'emittente su conti intestati direttamente o indirettamente al depositario medesimo. Al contrario, non rientrano nella custodia tutti quegli strumenti finanziari che in base alla normativa nazionale applicabile, sono registrati "soltanto a nome direttamente dell'OICVM presso l'emittente stesso o il suo agente, quale il conservatore [...]" (che provvede alla tenuta del registro dei soggetti che sottoscrivono tali beni) o "l'agente di trasferimento" (il quale si occupa dell'amministrazione dei rapporti con i sottoscrittori dello strumento).

finanziari rientranti nell'attività sono disciplinate, sulla base di espresso rinvio, con riguardo ai FIA, dall'art. 89 del Regolamento 231/2013 e, con riguardo agli OICVM, dall'art. 13 del Regolamento 438/2016, i quali in sostanza prevedono – sempre nei limiti del proprio ambito e al netto delle specifiche differenze – che tale obbligo del depositario sia correttamente assolto, qualora il depositario provveda, tra l'altro: alla registrazione adeguata degli strumenti finanziari; alla conservazione delle registrazioni e al mantenimento dei conti separati secondo modalità che ne garantiscano l'esattezza e in particolare la corrispondenza con gli strumenti finanziari e il contante detenuti per conto dell'OICR; alle riconciliazioni periodiche tra i conti e registri interni del depositario e quelli del terzo cui sono state eventualmente delegate funzioni di custodia; all'introduzione di idonee modalità organizzative volte a minimizzare il rischio di perdita o di diminuzione degli strumenti finanziari, o dei diritti ad essi collegati, in seguito a frode, cattiva gestione, errori di registrazione o negligenza; in generale, ad assicurare un livello elevato di tutela dei partecipanti/investitori esercitando la dovuta cura riguardo agli strumenti finanziari tenuti in custodia.

Per quanto concerne la funzione *sub b)*, si prevede che, relativamente a tutti gli altri beni non rientranti tra quelli che non possono essere detenuti in custodia sulla base della richiamata normativa, il depositario debba comunque conservare un registro aggiornato di tali attività e verificarne la proprietà da parte dell'OICR, "sulla base delle informazioni e dei documenti forniti dal gestore e, se disponibili, sulla base di evidenze e riscontri esterni". In questo senso, nel rispetto di tale obbligo di verifica e registrazione, è necessario che il depositario: (i) richieda, abbia accesso a (e disponga senza indebito ritardo di), tutte le informazioni pertinenti all'uopo necessarie, le quale devono essere sufficienti e attendibili al fine di compiere tali verifiche<sup>278</sup>; (ii) tenga traccia delle attività che ha verificato essere di proprietà dell'OICR, registrando a sua nome le attività che ha appurato essere di sua proprietà, indicandone il rispettivo importo nozionale; (iii) sia in grado di produrre, in ogni momento, un inventario

---

<sup>278</sup> A tale fine, è previsto che il depositario possa richiedere la stipulazione di un accordo tra il gestore, il depositario e l'emittente o l'agente dell'emittente finalizzato a definire le informazioni pertinenti di cui il depositario necessita per assolvere i suoi obblighi, nonché tempi e modalità con cui fornire al depositario tali informazioni. È fatto salvo, in ogni caso, l'obbligo del gestore di assicurare che il depositario riceva tutte le istruzioni concernenti le attività e le principali operazioni dei FIA o degli OICVM, secondo quanto previsto rispettivamente dall'art. 92, par. 2, Regolamento AIFMD.



completo e aggiornato delle attività dell'OICVM, indicandone il rispettivo importo nozionale<sup>279</sup>.

Inoltre, con riferimento alle attività *sub a)* e *b)*, i depositari di OICVM devono fornire al gestore, con cadenza periodica, un inventario degli strumenti finanziari di cui ha la custodia e degli altri beni per i quali ha verificato la proprietà ed effettuato registrazione<sup>280</sup>.

Per quanto concerne l'attività *sub c)*, uno degli aspetti di maggior rilievo introdotto a seguito dell'AIFMD consiste proprio nella possibilità, da parte del depositario, di affidare a terzi le disponibilità liquide dell'OICR. In questo caso, il depositario deve effettuare un costante monitoraggio dei flussi di cassa che "transitano" nelle scritture del terzo affidatario<sup>281</sup> e assicurare (i) che tutti i pagamenti effettuati dagli investitori, all'atto della sottoscrizione delle quote del fondo (o delle azioni SICAV e SICAF) siano stati ricevuti e che (ii) la liquidità dell'OICR sia registrata in conti aperti a nome dell'OICR, a nome del gestore che opera per conto dell'OICR, a nome del depositario<sup>282</sup> che opera per conto dell'OICR (ma unicamente presso banche centrali o banche italiane, comunitarie o estere sottoposte a un regime di vigilanza equivalente<sup>283</sup>). Nel caso di fondi armonizzati, data la maggiore necessità di protezione del risparmiatore insita in tale tipologia di OICR, la normativa secondaria prevede che i conti su cui far confluire i pagamenti effettuati dagli investitori all'atto della sottoscrizione quote e i conti di gestione – ad eccezione di quelli funzionali all'investimento in depositi e alla costituzione di garanzie in denaro – debbano essere aperti in via esclusiva presso il depositario<sup>284</sup>.

È previsto, inoltre, l'obbligo specifico per il terzo detentore della liquidità dell'OICR di istituire e conservare apposite evidenze di tali liquidità relativamente a ciascun OICR (o comparto), le quali devono essere aggiornate in via continuativa e con tempestività, in modo tale da permettere in qualsiasi momento e con certezza la posizione di ciascun

---

<sup>279</sup> Cfr., in particolare, per i FIA, gli artt. 90 del Regolamento AIFMD e, per gli OICVM, l'art. 14 del Regolamento UCITS, cui il RGC direttamente rinvia.

<sup>280</sup> Cfr., Sez. III, Cap. III, Tit. VIII, RGC.

<sup>281</sup> Gli obblighi di monitoraggio della liquidità sono disciplinati, in particolare, dagli artt. 85 e 86 del Regolamento AIFMD per i depositari di FIA e dagli artt. 9 e 10 del Regolamento UCITS per i depositari di OICVM.

<sup>282</sup> In tal caso, il depositario detiene la propria liquidità in conti distinti da quelli in cui è detenuta la liquidità degli OICR per cui opera.

<sup>283</sup> Si considerano sottoposte a un regime di vigilanza equivalente le banche aventi sede nei Paesi indicati nella Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 ("Disposizioni di vigilanza per le banche").

<sup>284</sup> Cfr., D. VENEZIANO, *I compiti del depositario*, cit., 300-301.

OICR (o comparto)<sup>285</sup>.

Per quanto concerne il ruolo di controllo e di garanzia (*sub d*) con riferimento all'operato del gestore, sulla base degli artt. 48, comma 3, lett a), b), c), d) e 47, comma 4, TUF, il depositario – oltre a dover eseguire le istruzioni del gestore che non siano illegittime (per contrarietà alla legge, al regolamento dell'OICR o alle prescrizioni degli organi di vigilanza) – nell'esercizio delle proprie funzioni deve anche accertare: (i) la legittimità delle operazioni di vendita, emissione, riacquisto, rimborso e annullamento delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi dell'OICR; (ii) la correttezza del calcolo del valore delle parti dell'OICR; (iii) che nelle operazioni relative all'OICR la controprestazione sia rimessa nei termini d'uso. Inoltre, si prevede che gli organi di gestione e controllo del depositario debbano: (i) riferire “senza ritardo” alle Autorità di Vigilanza “sulle irregolarità riscontrate nell'attività del gestore; (ii) collaborare fattivamente con la vigilanza, fornendo su richiesta della Banca d'Italia e/o della Consob, “informazioni su atti o fatti di cui sono venuti a conoscenza” nell'esercizio di tutte le funzioni del depositario (e non solamente a seguito delle funzioni di controllo).

Per quanto concerne il ruolo di controllo sulla legittimità dell'operato della società di gestione, resta fermo che tale controllo non può trasformarsi, ovviamente, in un sindacato sulle scelte gestorie in cui si sostanzia la gestione collettiva dell'OICR, ma può avere ad oggetto esclusivamente la fase esecutiva delle operazioni di investimento. Più precisamente, la mancata aderenza di queste ultime alle prescrizioni normative e regolamentari. Tale precisazione, sebbene appaia scontata già alla luce della corretta applicazione, anche in tale campo, del principio della *business judgment rule*, è in ogni caso precisata anche dal Reg. UE 231/2013, il quale prescrive che il depositario del FIA, oltre a predisporre procedure adeguate e proporzionate per verificare se i GEFIA osservino le disposizioni di legge e regolamentari applicabili, il regolamento e i documenti costitutivi del FIA [...], “in particolare”, controlla “se il FIA rispetta le restrizioni all'investimento e i limiti della leva finanziaria fissati nella documentazione promozionale”<sup>286</sup>. Resta aperto, peraltro, il problema, ampiamente dibattuto in dottrina, se tale controllo sulle istruzioni del gestore debba essere necessariamente preventivo o sia ammissibile anche un controllo *ex post*<sup>287</sup>. È chiaro, infatti, che se il fine della norma è quello di impedire il

---

<sup>285</sup> Cfr., Sez. II, Cap. III, Tit. VIII, RGC.

<sup>286</sup> Cfr., art. 95, lett a), Reg. UE 231/2013.

<sup>287</sup> Sul punto, v. in particolare, A. SCIOTTI, *Art. 38*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 301; A. FERRARIS

compimento di operazioni in contrasto con la normativa e la documentazione dell'OICR, ne dovrebbe conseguire, quindi, un intervento di controllo del depositario preventivo rispetto al compimento dell'operazione<sup>288</sup>. D'altra parte, però, una verifica preventiva sempre e in ogni caso, potrebbe porsi in contrasto, concretamente, con lo svolgimento del servizio, soprattutto nel caso di FIA aperti o OICVM, caratterizzati da una frequenza anche elevatissima di operazioni di investimento/disinvestimento su strumenti finanziari compiute dalla SGR nel migliore interesse degli investitori.

Sul punto, l'attuale normativa europea lascia ampia libertà al depositario in merito alle modalità di effettuazione dei controlli, ed esclude che tale controllo debba svolgersi sempre e necessariamente ex ante<sup>289</sup>. Tuttavia, appare corretto ritenere che, ancorché in base alla convenzione con la SGR il depositario sia obbligato a dare esecuzione materiale alle operazioni, quest'ultimo sia pienamente legittimato a non dare corso ad una decisione del gestore contraria alla legge o al regolamento del fondo; tale rifiuto non potendo mai configurare, infatti, inadempimento contrattuale nei confronti della SGR<sup>290</sup>. Al contrario, anzi, in presenza di una tale istruzione del gestore, il depositario dovrebbe rifiutarsi di porla in essere, così evitando l'eventuale chiamata in causa dei partecipanti che dovessero lamentare il danno subito in conseguenza del comportamento del gestore. Appare

---

DI CELLE – B. SZEGO, *Art. 38*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, 1998, 398 ss.; G.M. IOCCA, *Art. 38*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, 439.

<sup>288</sup> Cfr., G. ARTALE, *Art. 38*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 588.

<sup>289</sup> Il Considerando n. 109, Reg. Ue 231/2013, infatti, prevede: "In ottemperanza all'obbligo di sorveglianza impostogli dalla direttiva 2011/61/UE, il depositario deve instaurare una procedura che gli permetta di verificare ex post la conformità del FIA alle disposizioni di legge e regolamentari applicabili, nonché al proprio regolamento e ai documenti costitutivi. Si tratta, tra l'altro, di verificare la coerenza degli investimenti del FIA con le strategie di investimento previste nel regolamento e nella documentazione promozionale e di assicurare che il FIA non violi le eventuali restrizioni all'investimento applicabili. Il depositario deve monitorare le operazioni del FIA e indagare su quelle atipiche. In caso di violazione dei limiti o restrizioni previsti dalla legge e dalla regolamentazione nazionali applicabili nonché dal regolamento del FIA e dai suoi documenti costitutivi, il depositario deve, ad esempio, ottenere dal GEFIA l'autorizzazione a effettuare, a spese del GEFIA stesso, un'operazione inversa a quella che ha costituito la violazione. Il presente regolamento non osta a che il depositario adotti, quando lo reputa opportuno e previo accordo del GEFIA, un approccio ex ante.

<sup>290</sup> Cfr., A. SCIOTTI, *Art. 38*, cit., 303; G. ARTALE, *op. cit.*

quindi maggiormente auspicabile che il depositario – in base a quanto stabilito dal Reg. Ue 231/2013 – si accordi con il gestore stabilendo in linea generale un approccio di controllo preventivo, ed eventualmente individuando casi di esclusione solamente laddove la dinamica dell'operazione risulterebbe del tutto compromessa dal tempo necessario allo svolgimento di tale controllo.

Ciò posto, appare corretto ribadire, oggi come in passato, il ruolo di *gatekeeper* del depositario, in quanto soggetto privato tenuto, salvo ipotesi eccezionali, a prevenire le conseguenze di un comportamento illegittimo di un altro soggetto (la SGR) attraverso il rifiuto di cooperazione, e responsabile nei confronti degli eventuali investitori danneggiati in caso di mancato rifiuto<sup>291</sup>.

Ciò appare confermato anche con riferimento alla funzione *sub e)*, relativa al controllo sulla valutazione del valore delle quote del fondo (o delle azioni di OICR statuari). Sulla base del Regolamento Gestione Collettiva, infatti, “il depositario definisce le procedure di sorveglianza nei confronti del gestore, eventualmente differenziate per tipologia di OICR e sulla base della specifica suddivisione dei compiti tra gestore e depositario”<sup>292</sup>. La normativa secondaria lascia quindi al depositario la scelta delle concrete modalità di controllo effettuato dalla SGR: in particolare, si potrà procedere ad una ripetizione del calcolo del NAV (*Net Asset Value*) oppure (limitarsi a) verificare l' idoneità delle procedure adottate dal gestore ai fini di tale calcolo. È in ogni caso possibile, e ampiamente diffuso nella prassi operativa, delegare al depositario stesso la funzione di valutazione dei beni compendati nel fondo e del valore delle quote stesse dell'OICR. In tale caso, tuttavia, resta ferma l'applicazione della disciplina in materia di esternalizzazione di funzioni del gestore, e il depositario deve: (i) separare, sotto il profilo gerarchico e funzionale, l'espletamento delle funzioni di depositario dagli altri suoi compiti potenzialmente confliggenti; (ii) identificare, gestire, monitorare e comunicare agli investitori dell'OICR i potenziali conflitti di interesse.

Discorso solo formalmente diverso deve essere fatto con riferimento agli OICVM. Prima delle modifiche introdotte dal d. lgs. n. 71/2016, di

---

<sup>291</sup> Sul ruolo e funzione dei *gatekeepers* ai fini di tutela degli investitori, cfr., ex multis, R.H. KRAAKMAN, *Gatekeepers. The anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986, 53 ss. In senso analogo a quanto affermato nel testo, cfr., L. ENRIQUES, *La banca depositaria*, cit., 175-176; M. LUBRANO, *Art. 38*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, 346; R. COSTI, *La banca nella disciplina dei fondi comuni prevista dal disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1185 ss.

<sup>292</sup> Cfr., Sez IV, Cap. III, Tit. VIII, (nota 8), RGC.

recepimento della Dir. UCITS V, l'art. 48, comma 3, lett. b) TUF, prevedeva genericamente che con riferimento ai fondi armonizzati, il depositario potesse provvedere al calcolo del valore dell'OICVM su incarico della SGR. Nella vigenza di tale disposizione normativa, si era posto il problema se, in tali ipotesi – sulla base del combinato disposto con l'art. 49, comma 1, TUF (che prevede la diretta responsabilità del depositario verso i quotisti in caso di violazione dei propri obblighi) – sarebbe scaturita una responsabilità diretta del depositario per calcolo errato del NAV dell'OICVM e non della SGR che ha affidato l'incarico, secondo quanto deriverebbe dall'applicazione della disciplina sulla esternalizzazione di funzioni di cui al Regolamento Congiunto. Oggi, tali dubbi interpretativi sono definitivamente venuti meno anche con riguardo agli OICVM, in conseguenza della modifica dell'art. 48, TUF, il quale precisa oggi, al comma 3-bis, che “il depositario può svolgere altre attività nei confronti del gestore, “incluso il calcolo del valore delle parti dell'OICVM, ferma restando l'applicazione della disciplina in materia di esternalizzazione”<sup>293</sup>.

## 2.1 La delega delle funzioni di custodia, la sub-delega e il sub-deposito

Il Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva prevede – nel rispetto di determinati presupposti e della disciplina in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali di banche o di SIM (a seconda del soggetto depositario) – la possibilità per il depositario di delegare a determinati soggetti terzi<sup>294</sup>, in presenza di un motivo oggettivo, “esclusivamente” le funzioni *sub a)* e *b)*.

---

<sup>293</sup> Cfr., sul punto, D. VENEZIANO, *I compiti*, cit., 302.

<sup>294</sup> Cfr., Sez. V, Cap. III, Tit. VIII, RGC. Dal punto di vista soggettivo, la delega può essere conferita unicamente a determinati intermediari, ed in particolare: (i) organismi italiani o esteri abilitati sulla base della disciplina del paese di origine all'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari e sottoposti a forme di vigilanza che assicurino la trasparenza, l'ordinata prestazione dei servizi e la tutela degli investitori; (ii) banche italiane o estere; (iii) SIM e imprese di investimento che possono detenere strumenti finanziari e disponibilità liquide della clientela; (iv) organismi, diversi da quelli indicati alle precedenti lettere, abilitati a prestare servizi di custodia di strumenti finanziari, qualora assoggettati a forme di vigilanza prudenziale su base individuale o consolidata, analoghe a quelle cui sono sottoposte banche e SIM, e che siano sottoposti a verifica contabile periodica esterna per garantire che gli strumenti finanziari siano nella loro effettiva disponibilità.

La normativa secondaria precisa, in particolare, che la delega possa essere rilasciata solamente laddove sussistano le seguenti condizioni: (a) le funzioni non devono essere delegate nell'intento di aggirare le prescrizioni di legge e regolamentari applicabili; (b) il depositario deve agire con diligenza nella selezione e nella nomina del terzo a cui intenda delegare le citate funzioni, (c) il depositario deve continuare ad effettuare, secondo diligenza, il riesame periodico e il costante monitoraggio del delegato e delle misure organizzative da questo adottate in relazione ai compiti delegati; (d) il terzo deve avere idonee competenze e assetto organizzativo atte a garantire l'efficiente e corretto adempimento dei compiti a esso delegati, tenute presenti anche le caratteristiche delle attività degli OICR per i quali intende svolgere le funzioni di custodia; (e) sotto il profilo della separazione dei vari patrimoni, il terzo deve tenere separate le attività di compendio degli OICVM e dei FIA per i quali agisce il depositario dalle proprie e da quelle del depositario, in modo che possano in qualsiasi momento essere chiaramente identificate come "appartenenti" rispettivamente a detti OICVM e FIA; (f) in ogni caso, il terzo non può fare uso delle attività dell'OICR senza il previo consenso del gestore e senza previa notifica al depositario delegante; (g) il delegato deve a sua volta ottemperare agli obblighi di custodia, di verifica della proprietà e di registrazione nonché ai doveri di diligenza professionale e di gestione dei conflitti di interesse previsti per il depositario dalla normativa secondaria. Sussistendo le predette condizioni soggettive e oggettive, il depositario può procedere alla delega, previo consenso della SGR, salvo il caso in cui tale consenso si presuma già prestato sulla base della convenzione tra depositario e SGR<sup>295</sup>. In caso di delega, il depositario indica nei conti intestati all'OICR, o al comparto in riferimento al quale è stata effettuata la delega, i beni oggetto di delega e il nome del delegato. Lo stesso, deve inoltre adottare tutte le misure necessarie per assicurare che, in caso di insolvenza del terzo delegato, le attività dell'OICVM o del FIA non siano destinate al soddisfacimento dei creditori del terzo delegato<sup>296</sup>. Sulla base del richiamato art. 89, Reg. UE 231/2013, è stata ricavata la differenza tra delega di custodia e sub-deposito. L'art. 89, par. 2, Reg. AIFM, stabilisce, infatti, che il depositario che ha delegato le funzioni di

---

<sup>295</sup> Ciò accade quando nella convenzione depositario-SGR sia già contenuta l'indicazione nominativa dei soggetti eleggibili come delegati del depositario.

<sup>296</sup> Le misure necessarie che il depositario deve assumere sono elencate analiticamente all'art. 17 del Regolamento 438/2016, cui si rinvia. Per quanto riguarda, invece, il regime di responsabilità del depositario in caso di delega di funzioni di custodia (nonché di sub-delega e sub-deposito) si veda, *infra*, il par. 3 della presente Sezione.

custodia è vincolato a tutti gli obblighi di cui al par. 1, fatta eccezione per l'obbligo di registrazione adeguata degli strumenti finanziari di cui alla lett. a) del medesimo art. 89, par. 1. Ne deriva che la delega di custodia comporta anche il trasferimento al delegato del suddetto obbligo di adeguata registrazione. Ciò, ha permesso di distinguere, a livello di normativa secondaria, la delega di custodia dal sub-deposito, intendendosi per tale proprio "la delega delle funzioni di custodia senza trasferimento degli obblighi di registrazione adeguata degli strumenti finanziari"<sup>297</sup>. Di conseguenza, al sub-deposito si applica la medesima disciplina prevista per la delega di funzioni di custodia. In ogni caso, anche nell'ipotesi di trasferimento degli obblighi di registrazione, il depositario delegante resta obbligato a tenere traccia, anche eventualmente in scritture extra-contabili, dei beni la cui custodia è stata delegata<sup>298</sup>.

Infine, il delegato può a sua volta subdelegare i compiti di custodia e verifica, purché siano soddisfatti, a loro volta, tutti i requisiti e le condizioni previsti per la delega<sup>299</sup>.

### **3. La responsabilità del depositario verso la SGR e verso i partecipanti al fondo**

Dalla violazione dell'obbligo di non eseguire istruzioni illegittime, così come in caso di inosservanza dei richiamati molteplici obblighi connessi con lo svolgimento delle proprie funzioni, consegue, quindi, la responsabilità del depositario per i danni causati alla società di gestione del risparmio e ai partecipanti al fondo.

L'importanza crescente del ruolo di tutela rivestito dal depositario verso gli

---

<sup>297</sup> Cfr., par. 1, Sez. V, Cap. III, Tit. VIII, (nota 9), RGC.

<sup>298</sup> Ciò si ricava, peraltro, dal suddetto rinvio da parte dell'art. 89, par. 2, Reg. AIFM, secondo il quale il depositario delegante resta vincolato, tra gli altri, all'obbligo di cui all'art. 89, par. 1, lett. c) di effettuare "riconciliazioni periodiche tra i conti e registri interni del depositario e quelli del terzo cui sono delegate funzioni di custodia".

<sup>299</sup> Per quanto concerne gli obblighi di diligenza e di separazione delle attività custodite per i soggetti cui siano state delegate le funzioni di custodia, gli stessi sono disciplinati, per espresso rinvio del Reg. Gestione Collettiva, dagli artt. 98 e 99 del Regolamento AIFMD per le attività pertinenti ai FIA, e dagli artt. 15 e 16 Reg. UE 438/2016 per le attività pertinenti ad OICVM.

investitori, unito ad alcune debolezze nella regolamentazione di settore<sup>300</sup>, hanno indotto il legislatore comunitario a dettare, nell'ambito della AIFMD, una disciplina specifica di responsabilità di tale intermediario; ciò, con il duplice obiettivo, da un lato, di rafforzare la posizione degli investitori, dall'altro lato, di armonizzare gli ordinamenti degli Stati membri anche per quanto concerne tale profilo di disciplina della gestione collettiva. Così, coerentemente con la peculiare posizione rivestita dal depositario nella prestazione del servizio, oltre alla responsabilità generale derivante dagli obblighi connessi con il deposito degli strumenti finanziari e dei beni del compendio patrimoniale, lo stesso viene investito, nello svolgimento delle sue mansioni, di una responsabilità ad hoc.

Le norme della Dir. AIFM sono state riproposte, in particolare, nell'attuale art. 49, TUF, il quale, accanto alla generica previsione di cui al comma 1 (già contenuta nella formulazione previgente), secondo cui "il depositario è responsabile nei confronti del gestore e dei partecipanti all'OICR di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi", prevede anche una specifica ipotesi di responsabilità per l'eventuale "perdita" degli strumenti finanziari detenuti in custodia (comma 2).

In altri termini, il TUF individua, oggi, una duplice forma di responsabilità del depositario nei confronti dell'OICR e dei suoi investitori: il caso della perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia direttamente (o eventualmente con il ricorso ad un terzo, al quale è stata delegata la custodia), ovvero il caso di una qualunque altra perdita o danno arrecati al fondo o ai suoi investitori per violazione dolosa o colposa dei propri obblighi.

La peculiarità dell'attuale regime consiste, in particolare, nel fatto che le due ipotesi di responsabilità sono soggette ad una disciplina affatto diversa sia per quanto concerne il criterio di imputazione, sia per quanto riguarda il meccanismo risarcitorio.

In caso di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia (e fatta salva la responsabilità per ogni altra perdita subita dall'OICR o dagli investitori in conseguenza del mancato rispetto, intenzionale o dovuto a negligenza, dei propri obblighi), infatti, il depositario è tenuto a restituire, senza indebito ritardo: (a) strumenti finanziari della stessa specie (risarcimento in forma specifica); (b) una somma di denaro del valore corrispondente (risarcimento per equivalente). Ciò, salvo che il depositario stesso non

---

<sup>300</sup> Debolezze emerse soprattutto a seguito di "crack" finanziari (v., ad esempio, il "crack Madoff") che hanno investito alcuni intermediari che prestavano tale servizio con ingenti perdite per i risparmiatori).



provi che l'inadempimento "è stato determinato da caso fortuito o forza maggiore".

L'art. 100, Reg. AIFMD, al fine di precisare in cosa consista, in questa circostanza, il concetto di "perdita" di uno strumento finanziario, prevede che tale fatto si verifichi, in particolare, in tre casi: i) quando l'asserito diritto di proprietà sullo strumento finanziario è dimostrato non valido, perché ha cessato di esistere ovvero non è mai esistito; ii) quando l'OICR è stato privato definitivamente del diritto di proprietà sullo strumento finanziario; iii) quando l'OICR non può disporre, direttamente o indirettamente, dello strumento finanziario. La nozione, pertanto, non sembra fare riferimento alla perdita di valore o al deprezzamento dello strumento finanziario in custodia, bensì alla sua impossibilità di disporne o alla sua "insussistenza materiale o giuridica"<sup>301</sup>.

L'art. 49, comma 2, TUF, dunque, sembra prevedere una sorta di responsabilità aggravata per il depositario, dal momento che quest'ultimo, per andarne esente, non potrà limitarsi a provare di aver agito nel rispetto dei canoni di diligenza dovuta, ma dovrà provare l'evento specifico integrante la forza maggiore o il caso fortuito<sup>302</sup>.

Viceversa, nel caso di responsabilità relativa ad ogni danno o perdita subita in conseguenza del mancato rispetto da parte del depositario degli obblighi

---

<sup>301</sup> Così, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 190.

<sup>302</sup> Cfr., sul punto, D. VENEZIANO, *I compiti*, cit., 306-307, il quale efficacemente rileva che "il legislatore, quindi, è andato oltre la presunzione di colpa, prevedendo una responsabilità che si avvicina molto alla *responsabilità oggettiva*". Tale aspetto, è confermato anche dall'art. 101, Reg. AIFMD. La norma, infatti, dapprima sembra introdurre, al par. 1, alcune incertezze interpretative, prevedendo che il depositario sia esente da responsabilità qualora siano provate tre condizioni: (a) l'evento che ha determinato la perdita non è imputabile ad atti o omissioni del depositario o del terzo al quale è stata delegata la custodia degli strumenti finanziari in questione; (b) il depositario non sarebbe stato ragionevolmente in grado di impedire il verificarsi dell'evento che ha determinato la perdita pur adottando tutte le precauzioni del depositario diligente risultanti dalla pratica comune nel settore; (c) il depositario non sarebbe stato in grado di impedire la perdita pur esercitando una diligenza dovuta rigorosa e completa. Al par. 2, tuttavia, si conferma che la condizione sub a) relativa alla mancanza del nesso eziologico e la condizione sub b) relativo al profilo soggettivo del depositario, possono essere soddisfatte in presenza di circostanze tipicamente di caso fortuito o forza maggiore quali: (i) un "evento naturale che sfugge al controllo o all'influenza dell'uomo"; (ii) l'"adozione di leggi, decreti, regolamenti, decisioni o ordinanze da parte di un'amministrazione statale o di un ente pubblico, compresi gli organi giudiziari, che si ripercuotano sugli strumenti finanziari tenuti in custodia"; (iii) in caso di "guerra, sommossa o altri disordini di rilievo".

dovuti nell'esercizio delle sue ulteriori funzioni e diversi dalla custodia, lo stesso sarà imputabile solamente in quanto l'attore dimostri il suo dolo o colpa nell'inosservanza di tali obblighi, oltre ovviamente al danno e al nesso di causalità.

In caso di delega di funzioni e di perdita di strumenti finanziari da parte del terzo delegato, l'art. 48, comma 3, TUF, dispone che "resta impregiudicata la responsabilità del depositario, fatta salva l'eventuale stipula di accordi scritti tra il gestore, il depositario e il terzo al quale è stata delegata la custodia, volti a determinare l'assunzione in via esclusiva della responsabilità da parte del terzo".

Tale ipotesi, peraltro, rappresenta una vistosa differenza nel regime di responsabilità dei depositari di FIA e di OICVM, essendo prevista la possibilità di stipulare accordi scritti di esonero solamente per i depositari di FIA. Tale possibilità, al contrario, è espressamente preclusa per i depositari di OICVM e l'eventuale accordo che limiti o escluda la responsabilità del depositario di fondi armonizzati è nullo<sup>303</sup>. Sul punto, la normativa secondaria<sup>304</sup> precisa che in caso di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia da terzi, il depositario di FIA è esonerato da responsabilità solamente se: a) sono soddisfatti i requisiti per la delega delle funzioni di custodia; b) è stato stipulato per iscritto un contratto tra il gestore, il depositario e il terzo delegato con cui si trasferisce espressamente a quest'ultimo la responsabilità del depositario in caso di perdita di strumenti finanziari detenuti dal delegato; c) il suddetto contratto indica la "ragione oggettiva" per l'esonero dalla responsabilità del depositario in conformità a quanto stabilito dal Regolamento 231/2013<sup>305</sup>.

---

<sup>303</sup> Cfr., Sez. III, Cap. IV, Tit. VIII, RGC.

<sup>304</sup> *Ibidem*.

<sup>305</sup> L'art. 102, Reg. AIFM, prevede che le ragioni oggettive per stipulare tale esonero sono stabilite ogni volta che il depositario intende esonerarsi dalla responsabilità e devono essere "limitate alle circostanze precise e concrete che caratterizzano una data attività", nonché "coerenti con le politiche e decisioni del depositario". In particolare, si specifica, poi, che "si ritiene che il depositario abbia ragioni oggettive per stipulare l'esonero dalla responsabilità [...] se esso può dimostrare di non aver avuto altra scelta che delegare le funzioni di custodia ad un terzo", situazione che si verifica, in particolare quando, alternativamente: a) la legislazione di un paese terzo prevede l'obbligo che determinati strumenti finanziari siano tenuti in custodia da un soggetto locale e vi sono soggetti locali che soddisfano i criteri per la delega di cui alla AIFMD; b) il GEFIA, nonostante gli avvertimenti del depositario riguardo al rischio maggiorato che esso comporta, insiste per mantenere un investimento in una data giurisdizione.

Ciò posto, appare necessario affrontare il problema della qualificazione della responsabilità del depositario, la quale – come visto – si “proietta”, sulla base dell’art. 49, TUF, sia verso il gestore, sia nei confronti dei partecipanti, con riferimento ad ogni pregiudizio subito in conseguenza dell’inadempimento dei propri obblighi<sup>306</sup>.

Il punto ha suscitato notevole dibattito in dottrina fin dall’introduzione dei fondi mobiliari del nostro ordinamento<sup>307</sup>. È evidente, infatti, che il negligente comportamento del depositario è idoneo a danneggiare in primo luogo e direttamente gli investitori, i quali possono risultare danneggiati singolarmente o come collettività, ciascuno in proporzione al valore della quota sottoscritta.

Tenendo in considerazione le molteplici funzioni del depositario, è possibile ritenere che lo scorretto esercizio delle funzioni attribuite possa incidere, talvolta sui singoli rapporti di investimento (si pensi ad esempio, all’errato controllo sull’esatta applicazione delle provvigioni di entrata e uscita al fondo; l’errata verifica del rispetto dei termini relativi al rimborso del valore della quota, ecc.), altre volte può afferire alla gestione del fondo in senso stretto e determinare un danno che si ripercuote pro quota su tutti i partecipanti (è il caso, ad esempio, dell’attività di controllo della legittimità delle istruzioni impartita dalla SGR).

Al contrario, è difficile ipotizzare, salvo casi marginali<sup>308</sup>, un danno diretto alla SGR: l’inadempimento del depositario, infatti, danneggia il gestore principalmente in quanto quest’ultimo venga chiamato, a sua volta, a reintegrare gli interessi dei partecipanti pregiudicati da fatti lesivi imputabili alla condotta del depositario.

In altri termini la singolarità della posizione della banca consiste nel

---

<sup>306</sup> La stessa Dir. UCITS IV, ma il punto è pacifico anche con riguardo al depositario di FIA, si premura, in ogni caso, di regolare il tema del doppio risarcimento del danno, statuendo all’art. 24, par. 5, che i partecipanti “possono invocare la responsabilità del depositario direttamente o indirettamente mediante la società di gestione [...] purché ciò non comporti una duplicazione del ricorso o una disparità di trattamento dei titolari di quote”. L’ordinamento non ha riproposto tale inciso della direttiva, il cui enunciato, d’altra parte, deve ritenersi pacifico (se non addirittura superfluo) sulla base dei principi generali.

<sup>307</sup> Per una ricostruzione del dibattito sulla qualificazione della responsabilità della banca depositaria nella vigenza dell’art. 2-bis, l. n. 77/1983, v., E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., 231 ss.

<sup>308</sup> Può ipotizzarsi un danno diretto a carico della SGR, qualora, ad esempio, il comportamento negligente del depositario finisca per screditare il gestore, minando la fiducia dei risparmiatori sulle proposte di investimento provenienti dal gestore stesso.

duplice fatto che il suo incarico è insieme necessario (in quanto la legge richiede la presenza del depositario ai fini della prestazione del servizio) e volontario (in quanto deriva dalla stipulazione di un contratto con la SGR) e che l'incarico viene assunto sulla base della sola convenzione stipulata con il gestore, sicché la controparte contrattuale è, formalmente, soggetto diverso da coloro che risultano titolari principali e sostanziali degli interessi cui è preordinato l'esercizio delle sue funzioni.

Così, se da un lato appare evidente che il profilo di responsabilità verso la SGR debba essere ricondotto allo schema della responsabilità contrattuale, proprio alla luce del contratto attraverso cui il gestore conferisce l'incarico al depositario, maggiori dubbi ha sollevato e solleva tuttora, la corretta qualificazione della responsabilità verso i partecipanti al fondo.

Soprattutto in passato, parte della dottrina riteneva quindi di qualificare la responsabilità verso i partecipanti come aquilana, ex art. 2043 c.c., mentre, al contrario, quella verso la società di gestione come contrattuale ex art. 1218 c.c.<sup>309</sup>.

Tale ricostruzione, si basava, principalmente, sul fatto che il contratto (la convenzione) intercorre, formalmente, solo tra il depositario e la SGR, mentre, al contrario, nessun elemento normativo consente di affermare, espressamente, l'esistenza di una relazione contrattuale "diretta" fra investitori e depositario.

La tesi non appare condivisibile: pur riconoscendo che i detentori di quote non aderiscono alla convenzione stipulata tra la società di gestione e il depositario, gli stessi, tuttavia, sottoscrivono le condizioni generali contenute nel regolamento del fondo in cui viene fatta menzione delle funzioni e dei compiti assegnati alla banca depositaria. È banale sottolineare che la qualificazione rileva principalmente ai fini dell'applicazione del regime dell'onere della prova. In caso di illecito contrattuale, infatti, il quotista, sulla base di quanto previsto dall'art. 1218 c.c., dovrà provare solamente il contratto o la fonte dell'obbligazione inadempita e il nesso eziologico che lega il comportamento negligente al danno. Nell'illecito extracontrattuale, l'investitore dovrebbe fornire la

---

<sup>309</sup> Sul punto e per gli ulteriori termini del dibattito, cfr., per tutti, E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., 246 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina*<sup>8</sup>, cit., 198 ss. Per una critica a tale impostazione; M. MIOLA - F. BRIOLINI *Art. 36, op.cit.*; M. LUBRANO, *Art. 38*, cit., 336; V. RENZULLI - A. TUCCI, *I fondi comuni*, cit., 339 ss.; L. D'AMBROSIO, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004, a cura di S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni, Milano, 160. Secondo una tesi intermedia (cfr., A. SCIOTTI, *Art. 38*, cit., 301 ss.), si riteneva che la responsabilità aquiliana riguardasse i soli doveri di controllo del depositario, mentre con riguardo alla custodia dei beni la responsabilità dovesse qualificarsi come contrattuale.

prova, diabolica alla luce degli scarsi strumenti di informazione e di controllo di cui dispone (soprattutto nel caso di fondi diretti ad una clientela *retail*), della colpa o del dolo del depositario. Ne deriverebbe un sistema di tutela del tutto eccentrico, in cui maggiormente tutelata sarebbe la SGR, e non gli investitori, che risulterebbero svuotati, di fatto, di una azione a tutela dei propri interessi<sup>310</sup>.

La rilevata peculiarità della posizione dell'investitore, derivante dalla struttura legalmente imposta allo svolgimento del servizio di investimento, deve condurre ad una soluzione diversa.

A parere di chi scrive, infatti, appare evidente che ciò che fonda un affidamento degli investitori nella condotta del depositario non è una mera relazione di fatto con il depositario, ma una precisa relazione giuridica discendente direttamente dalla legge, la quale fa nascere specifici obblighi da cui derivano precise prestazioni che il depositario deve compiere nei confronti degli investitori<sup>311</sup>. È opportuno rilevare, tuttavia, che, alla luce della previsione della specifica ipotesi di responsabilità per perdita di strumenti finanziari in custodia, parte del problema possa dirsi, oggi, risolto<sup>312</sup>.

---

<sup>310</sup> In questo senso appare comprensibile – ma non necessario sulla base di quanto si dirà a breve – il tentativo di parte della dottrina di giustificare la qualificazione contrattuale della responsabilità sul fatto che la convenzione SGR-depositario sia configurabile alla stregua di un contratto a favore di terzo. Si esprimeva così., R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Bologna, 1997, 130; *contra* A. FERRARIS DI CELLE - B. SZEGO, *op. cit.*, 399.

<sup>311</sup> Il che, peraltro, esclude in radice la riconducibilità di tale responsabilità nell'alveo della responsabilità da "contatto sociale". In senso contrario, V. RENZULLI - A. TUCCI, *op. cit.*

<sup>312</sup> Lo rileva, giustamente, D. VENEZIANO, *I compiti*, cit., 308.

## SEZIONE II

### LA RESPONSABILITÀ DELLA SGR E DEI PROPRI ORGANI

#### **1. Fondamento e funzione della responsabilità della SGR per la gestione di OICR contrattuali.**

Il problema della responsabilità civile della SGR nei confronti dei quotisti era stato oggetto di particolare attenzione da parte dei commentatori, soprattutto nel vigore della legge istitutiva dei fondi comuni aperti (l. n. 77 del 1983). Il tema, nel periodo successivo all'emanazione del TUF, è stato però abbandonato dalla dottrina, probabilmente a motivo degli intervenuti mutamenti normativi e, quasi sicuramente, per mancanza di interesse pratico. Solo in tempi molto recenti, infatti, il nostro ordinamento ha conosciuto – come vedremo a breve – due casi di *private enforcement* tra investitori e SGR per scorretta gestione del fondo.

La situazione italiana, peraltro – come è stato rilevato<sup>313</sup> – sembra rispecchiare quanto è dato riscontrare anche nel resto d'Europa, ove il contenzioso per cattiva gestione di organismi di investimento collettivo di tipo contrattuale risulta, ad oggi, rarissimo o scarsamente significativo. Tutto ciò, nonostante il tema della responsabilità del gestore di OICR risulti centrale nell'attuale assetto normativo europeo, che enfatizza la necessità di una responsabilità forte del gestore (e del depositario)<sup>314</sup>.

---

<sup>313</sup> Cfr., per tutti, P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 741.

<sup>314</sup> Sull'importanza centrale rivestita, attualmente, dal *private enforcement* nell'ambito dei mercati finanziari, si vedano, per tutti, L. ZINGALES, *The future of Securities Regulation*, in *J. Ac. Research*, 2009, 391 ss.; A. PERRONE, *I soldi degli altri*, Milano 2008, 6 ss.; G. FERRARINI, *Contract standards and the markets in Financial Instruments Directive (Mifid). An assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture*, in *Eur. Rev. of Contract law*, 2005, 19 ss.; G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial scandals and the role of private enforcement. The Parmalat Case*, in *After Enron*, a cura di J. Armour e J.A. McCahery, Oxford, 2006, 159 ss.; P. GIUDICI - M. BET, *Liability of asset managers. Italy*, in *Liability of asset manager*, a cura di D. Bush e D. Demoot, Oxford University Press, 2012, 135 ss.; P. GIUDICI, *Il private enforcement nel diritto dei mercati finanziari*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2010, 293, ove ampi riferimenti alla letteratura economica sul punto, cui si rinvia; ID, *La responsabilità*, cit., 739, il quale significativamente rileva che "oggi, un *asset manager* vive, come dire, in due mondi paralleli: quello delle gestioni portafogli d'investimento, ad altissimo tasso di

Al contrario, negli Stati Uniti, pratiche illecite nella gestione di *investment funds*<sup>315</sup> hanno generato un elevato numero di casi di contenzioso civile, che sono stati oggetto di ampia attenzione da parte della dottrina nordamericana<sup>316</sup>. Con riguardo a tali controversie, è possibile riscontrare due posizioni di vertice. Una parte della dottrina, contraria ad un tale contenzioso, configura l'investimento in fondi comuni come un mero prodotto finanziario acquistato su un mercato concorrenziale, e in riferimento al quale: (i) sarebbe assente ogni rapporto fiduciario; (ii) la tutela dell'investitore dovrebbe consistere ed esaurirsi nella possibilità di disinvestire la quota e scegliere prodotti alternativi maggiormente competitivi (il che peraltro, sarebbe conseguenza della struttura del rapporto intercorrente tra investitore e fondo, che prevede la liquidazione della quota secondo il *Net Asset Value*)<sup>317</sup>. All'opposto, altra parte della dottrina, valorizzando il carattere fiduciario intercorrente tra gestore e fondo/investitori, esalta, con riguardo a tali operazioni finanziarie, l'importanza dell'azione privata, anche come incentivo ad una più efficiente esecuzione della prestazione gestoria da parte dell'*adviser*<sup>318</sup>.

Tenendo conto delle richiamate impostazioni, in una prospettiva europea, prima ancora che italiana, è evidente come la soluzione a favore di un sistema adeguato di *enforcement* privato non solo appaia la più convincente<sup>319</sup>, ma sia anche l'unica coerente con l'impostazione che è alla base di entrambe le normative di vertice in tema di OICR. Come visto, infatti, le normative UCITS e AIFM, valorizzano proprio l'importanza di

---

contenzioso; e quello delle gestioni collettive, a contenzioso sostanzialmente inesistente”.

<sup>315</sup> Locuzione con la quale individuiamo, per approssimazione, oltre ai *mutual funds* (strutturalmente e concettualmente assimilabili ai fondi comuni di tipo aperto) anche i diversi “tipi” di investimento collettivo tramite *investment companies* ivi previsti; in particolare: *hedge funds*, *Closed-end funds*, *Unit investment trusts*. Per una disamina dei principali schemi operanti nell'esperienza statunitense, si rinvia a S. ANDERSON – J.A. BORN – O. SCHNUSENBERG, *Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds: Origins, Functions and literature*, New York, 2009, 3 ss.

<sup>316</sup> V., per tutti, P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 745 ss, ove ampi riferimenti alla dottrina statunitense, che in parte si richiamerà *infra*.

<sup>317</sup> Cfr., J. MORLEY, *The separation of Funds and Managers. A Theory of investment fund structure and regulation*, in *Yale law Journal*, 2014, 1228 ss., reperibile sul sito [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/4918](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918).

<sup>318</sup> Cfr., D.C. LANGEVOORT, *Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty*, in *Wash. U. L.Q.*, 83, 2005, 1017 ss. (in part. 1040 ss.), reperibile sul sito <http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/134>.

<sup>319</sup> Cfr., nt. 315.

una tutela efficace degli investitori in fondi, da realizzarsi non solo grazie ad un sistema di vigilanza pubblica, ma anche attraverso l'individuazione di una responsabilità forte dei soggetti che prestano il servizio, e la previsione di regole di condotta stringenti e trasversali ad entrambi i prodotti del mercato gestito europeo (armonizzati e alternativi).

Ciò posto, tuttavia, mentre nell'ordinamento statunitense sono assai frequenti i casi di azioni risarcitorie dei partecipanti (anche per il tramite di specifici organi collettivi a ciò deputati) nei confronti del gestore del fondo (società *adviser*)<sup>320</sup>, al contrario, come detto, il panorama europeo risulta caratterizzato da uno scarso contenzioso. Tale circostanza, come si vedrà in seguito, più che il risultato positivo di una normativa efficace, sembra evidenziare un problema.

Concentrando, in particolare, l'attenzione sulla situazione italiana, gli unici casi giurisprudenziali finora emersi, entrambi affrontati dal Tribunale di

---

<sup>320</sup> Il che potrebbe dipendere – ma il punto merita certamente maggiore approfondimento – dalla previsione, a livello di normativa federale USA, di una disciplina specifica in tema di azioni di responsabilità verso la società *adviser* e dalla previsione, anche a tale fine, di un vero e proprio consiglio di amministrazione del fondo con funzioni (anche) di tutela degli investitori. Sulla base dell'*Investment Company Act* del 1940 e dell'*Investment Advisers Act* del 1940, infatti, il "fondo" è generalmente costituito su iniziativa di un *adviser*, il quale nomina il consiglio di amministrazione del fondo e offre al pubblico i titoli rappresentativi della partecipazione. Nel consiglio del fondo devono essere presenti un certo numero di amministratori indipendenti. Il consiglio del fondo, a sua volta, affida l'intera gestione del patrimonio collettivo al medesimo *adviser*, mantenendo alcune funzioni di supervisione e controllo sull'operato del gestore. Ciò posto, in primo luogo, il par. 36 b), 1) dell'*Investment Company Act*, prevede un espresso diritto di azione individuale degli investitori nel caso in cui il compenso del gestore risulti sproporzionato rispetto al dovere fiduciario gravante su di essi nei confronti dei partecipanti ("An action may be brought under this subsection by the Commission, or by a security holder of such registered investment company on behalf of such company, against such investment adviser, or any affiliated person of such investment adviser, or any other person [...] who has a fiduciary duty concerning such compensation or payments, for breach of fiduciary duty in respect of such compensation or payments paid by such registered investment company or by the security holders thereof to such investment adviser or person"). In secondo luogo, nel caso di violazione dei doveri di correttezza nella gestione, il par. 36 a), prevede un implicito diritto di agire dei partecipanti. Nell'interpretazione delle Corti USA non è pacifico, tuttavia, se tale azione abbia o meno carattere derivativo (e sia quindi restituita al controllo del consiglio di amministrazione del fondo), tendendosi a distinguere, caso per caso, a seconda del comportamento lesivo (cfr., sul punto, con ulteriori richiami di dottrina P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 744-745).



Milano, riguardano fondi di tipo immobiliare<sup>321</sup>; mentre un contenzioso relativo a fondi aperti (OICVM e FIA aperti), risulta del tutto inesistente.

Come si è visto, nello svolgimento della propria attività il gestore può compiere atti negligenti direttamente lesivi della posizione contrattuale del quotista ovvero atti direttamente lesivi del fondo (e indirettamente lesivi della posizione dell'investitore). Mentre nella prima ipotesi, non vi sono dubbi che il quotista possa agire individualmente in responsabilità contrattuale e diretta nei confronti del gestore (rimanendo aperto tutt'al più, il problema se lo stesso abbia titolo per agire anche nei confronti degli organi della SGR<sup>322</sup>), nella seconda ipotesi, l'assenza di dati normativi precisi lascia aperte una serie di questioni particolarmente rilevanti, su cui sono emersi opinioni affatto divergenti da parte degli studiosi.

Dal punto di vista della disciplina, in passato l'art. 3 della l. 77/1983, prevedeva un duplice tipo di responsabilità nei confronti dei partecipanti per il danno procurato al fondo dalla cattiva gestione del gestore: l'una posta a carico del gestore, l'altra a carico dei suoi organi amministrativi e di controllo<sup>323</sup>. Oggi invece, come visto, l'unico riferimento normativo esistente è quello contenuto nel più volte richiamato art. 36, comma 3, TUF, in base al quale: "la SGR che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario".

Null'altro si prevede a livello normativo. Spicca, quindi, a differenza della corrispondente disciplina dell'inadempimento del depositario, l'assenza di un intervento diretto del legislatore per quanto attiene ai profili di responsabilità della SGR, in merito alla quale non sussiste un regime speciale<sup>324</sup>.

Come si è visto, la legge attribuisce alla SGR (e pertanto, ai suoi amministratori) una più o meno ampia discrezionalità nella determinazione delle scelte di investimento e nel compimento delle

---

<sup>321</sup> Cfr., Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit.; Trib. Milano 19 gennaio 2015, cit.

<sup>322</sup> Problema su cui si rinvia *infra*, al par. 3 della presente Sezione.

<sup>323</sup> In particolare, l'art. 3 comma 1, l. 77/1983 prevedeva che "la società gerente risponde verso i partecipanti per la gestione secondo le regole del mandato". Il comma 5, prevedeva invece l'azione contro gli organi del gestore, la quale poteva essere esercitata sia in via commissariale "nell'interesse comune dei partecipanti e del fondo", sia direttamente da ciascun partecipante "nei limiti del proprio interesse".

<sup>324</sup> Cfr., F. ANNUNZIATA, *La disciplina*<sup>8</sup>, 2015, cit., 227. In passato, nello stesso senso, A. BORGIOLO, *op. cit.*; E. SABATELLI, *op. cit.*

operazioni aventi ad oggetto i beni di compendio del fondo<sup>325</sup>.

Tale discrezionalità – il cui livello, in concreto, può variare fortemente a seconda della tipologia del fondo e delle scelte rimesse all'autonomia privata – è certamente necessaria rispetto a quelli che sono i tratti economico-funzionali che caratterizzano la prestazione del servizio<sup>326</sup>. D'altra parte, un'efficace gestione collettiva, basata su una efficiente diversificazione degli investimenti al fine di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio, può essere garantita solamente grazie ad un'attività gestoria svolta da *asset manager* del settore altamente qualificati, la cui competenza può esprimersi appieno solo in quanto sia riconosciuta agli stessi una certa libertà nelle scelte di *asset allocation*.

Proprio tale discrezionalità operativa del gestore – che, come visto, si svolge all'interno dei confini tracciati dalle norme che dettano i criteri e le regole di condotta del suo agire – rappresenta il punto di riferimento sul quale fondare un sistema efficace di responsabilità verso i partecipanti, a contrappeso, peraltro, dei loro inadeguati poteri informativi e della loro tendenziale assenza di poteri di intervento nella gestione operativa dell'OICR<sup>327</sup>.

---

<sup>325</sup> Come visto, oltre alle norme che, a vario livello, disciplinano le concrete modalità e i limiti in cui – a seconda dei casi e delle tipologie di OICR – deve svolgersi in concreto la gestione, la stessa fattispecie di OICR, richiede e presuppone la determinazione di una politica di investimento vincolante nei rapporti SGR-investitori. Poiché tale politica, per potersi definire tale, deve essere particolarmente dettagliata, ne deriva un'inevitabile e più o meno ampia compressione della discrezionalità degli amministratori, la quale risulta limitata dal perimetro così individuato. Ciò nonostante, come è evidente, permangono fisiologici e non secondari spazi di discrezionalità che la politica di investimenti non può intaccare, precludendo, altrimenti la stessa autonomia del gestore. Cfr., in tal senso, AA. VV., *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, Quaderni di ricerca giuridica CONSOB, 11, 2016, 53 ss.

<sup>326</sup> Come noto, infatti, il fondo comune d'investimento (così come in generale tutti i modelli di gestione collettiva riconducibili in senso lato all'*investment trust* anglosassone, nasce, per lo meno originariamente (oggi, come visto, lo strumento si presta a funzioni anche diversificate, quali il salvataggio di banche in crisi, l'erogazione di credito ecc.), dall'esigenza di offrire nuovi canali di finanziamento delle imprese e di offrire ai risparmiatori una forma di investimento altamente professionale e ispirata a criteri di diversificazione e riduzione del rischio. Cfr., ex multis, G. PERLETTI, *Funzione economica dell'investment trust*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 4 ss.; A. SANTANGELO, *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. Fall.*, I, 1982, 737 ss.

<sup>327</sup> Cfr., sul punto, R. COSTI, *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Diritto ed economia*, 1998, 223 ss, il quale rileva che la disciplina per responsabilità

Ai fini della responsabilità per la gestione dell'OICR, infatti, rilevano, in particolare, l'inosservanza dei suddetti, pervasivi, criteri e limiti di condotta dettati dalla normativa secondaria (gestione scorretta o irregolare), nonché i più generali doveri di gestire il patrimonio collettivo con professionalità e nell'interesse esclusivo degli investitori, dell'OICR e dell'integrità del mercato<sup>328</sup>. In questo senso, tale responsabilità assume, concettualmente, il significato di una sanzione per negligenze e abusi commessi dalla SGR<sup>329</sup>, e risponde alla funzione di "garantire" la correttezza dell'operato del gestore, in un'ottica di salvaguardia della posizione degli investitori. Detto diversamente, la funzione di un'efficace regime di responsabilità, in tale ambito, dovrebbe rispondere ad un duplice risultato: i) assicurare che la SGR (e i membri dei suoi organi di gestione e controllo) risarcisca il pregiudizio sofferto dal fondo (e in definitiva dai partecipanti); ii) prevenire una gestione scorretta del patrimonio collettivo<sup>330</sup>.

E' appena il caso di ribadire che, poiché la partecipazione ad un fondo comune è operazione di investimento in cui è insita un'ineliminabile componente di rischio sopportato dall'investitore, un decremento o un mancato incremento del valore del fondo (e di riflesso delle singole quote) determina un'ipotesi di responsabilità solamente in quanto conseguenza di un inadempimento o di un abuso nella gestione<sup>331</sup>.

---

da "mala gestio" trova in larga misura il proprio fondamento nella "impossibilità" (oggi diremmo, nella quasi del tutto assente possibilità) dei partecipanti "di porre limiti al potere di gestione della società e nella conseguente necessità di prevedere forme di tutela degli stessi che tengono conto della loro estraneità alla gestione". D'altra parte, tale discrezionalità della SGR, che trova la propria ragion d'essere nell'adempimento delle funzioni economiche perseguite tramite i fondi, trova il proprio limite più significativo proprio nel perseguimento di tali funzioni; nel senso che il potere gestorio deve essere esercitato nel perseguimento di una gestione "obiettiva", cioè ispirata esclusivamente dalle situazioni finanziarie e di mercato oggettive che si presentino. Così, V. DOTTI, *Esigenza di una tutela normativa per una libera e obiettiva gestione dei fondi*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970, 124 ss.

<sup>328</sup> Cfr., R. COSTI, *Fondi comuni d'investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa*, I, 1984, 288.

<sup>329</sup> Cfr., sul punto, C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 158.

<sup>330</sup> V., A. BORGIOLO, *La responsabilità*, cit., 906, il quale valorizza il ruolo di prevenzione del *private enforcement* in tale settore, evidenziando, al contrario, la modestia del ruolo satisfattivo che esso è in grado di svolgere. L'opinione appare confermata, peraltro, dall'assenza negli anni seguenti di un significativo contenzioso in Italia e nei principali ordinamenti di *civil law*.

<sup>331</sup> Cfr., A. LENER, *Art. 3*, cit., 402.

### 1.1. (Segue). Le principali pratiche illecite del gestore di *investment funds*

La rarità di casi significativi di *private enforcement* nell'ambito della gestione collettiva, in Italia e nel resto d'Europa, non rende agevole l'individuazione delle principali modalità e pratiche attraverso cui possono realizzarsi i fatti generatori della responsabilità da gestione dell'OICR contrattuale.

Al contrario, negli Stati Uniti, il significativo contenzioso in materia ha contribuito all'emersione e allo studio di frequenti pratiche illecite e di abuso degli *adviser* di *investment funds*<sup>332</sup>. In Europa, purtroppo, la ricerca giuridica sul punto è assai scarsa, sicché non è agevole comprendere se tali pratiche intervenute negli Stati Uniti siano replicate (e se sì, con quale frequenza) anche dai gestori di OICR.

Da un lato, infatti, si potrebbe ritenere che la stringente e pervasiva disciplina europea – il cui grado di armonizzazione, come visto, è oggi molto elevato – sia deterrente efficace nei confronti di pratiche illecite del gestore. Dall'altro lato, si potrebbe ritenere che tale differenza sia determinata dalla diversità di regole e di strutture che la gestione collettiva ammette nei due diversi "sistemi". E in tale ottica, in senso negativo, che l'assenza di frequenti e rilevanti casi europei, sia determinata da un problema di asimmetria informativa e dall'assenza di efficaci meccanismi e poteri di informazione per gli investitori necessari ad innescare in tempo utile azioni civili degli stessi nei confronti del gestore (ed eventualmente dei *manager*)<sup>333</sup>.

Ciò posto, tra i comportamenti che il gestore di *investment funds* può porre in essere in violazione dei doveri di correttezza e diligenza è possibile riscontrare, in primo luogo, tutte quelle pratiche di ingresso e liquidazione delle quote che, in base al momento in cui vengono effettuate, si risolvono in un danno per alcuni investitori. È il fenomeno del cd. *market timing*, ovvero di quella strategia di investimento posta in essere da sottoscrittori istituzionali – e dalle SGR nell'ambito del fenomeno della gestione patrimoniale in fondi (fondi di fondi) – consistente nell'eseguire consistenti operazioni di investimento e disinvestimento di quote di fondi comuni aperti in un brevissimo arco temporale, così sfruttando il differenziale tra il

---

<sup>332</sup> Cfr., E. ZITZEWITZ, *Forensic Economics*, in *Journal of economic literature*, 2012, 731 ss., cui si rinvia per una dettagliata analisi dei casi principali di abusi e di comportamenti scorretti o opportunistici nell'ambito della gestione collettiva.

<sup>333</sup> Problema posto in evidenza soprattutto con riguardo alla materia dei servizi di investimento ove il contenzioso è enorme, e a maggior ragione valido anche con riferimento alla gestione collettiva, come uno dei motivi fondamentali di assenza di contenzioso in materia. Cfr., sul punto, G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial scandals*, *op. cit.*; P. GIUDICI, *La responsabilità*, 741.

valore giornaliero dell'OICR contrattuale, riflesso nel NAV, ed il prezzo di mercato dei valori mobiliari di compendio del fondo<sup>334</sup>.

Il fenomeno del *market timing* può sostanziarsi anche nel cd. *late trading*, ovvero sia in quella pratica consistente nel valorizzare in giornata gli ordini di sottoscrizione o rimborso di quote, sebbene tali ordini siano pervenuti successivamente all'orario limite per la valorizzazione giornaliera, in palese violazione del principio di parità di trattamento dei quotisti<sup>335</sup>. I due fenomeni, come specificato dalla Consob, generano "una erosione" del valore del fondo, con conseguente danno economico soprattutto per quei partecipanti interessati a vedere maturati i risultati economici della gestione professionale in un arco temporale non breve. "L'elevata frequenza di sottoscrizioni e rimborsi indotta dal *market timing* sulle quote può, infatti, comportare, a certe condizioni, la necessità di mantenere elevata l'incidenza della liquidità nel portafoglio del fondo a discapito dell'investimento negli strumenti finanziari che ne caratterizzano la politica d'investimento". Il fenomeno, inoltre "può causare una diluizione delle *performance* pro-quota del fondo, nonché un aumento dei costi di amministrazione sopportati dal fondo medesimo"<sup>336</sup>.

Anche e soprattutto per combattere fenomeni di questo tipo – e più in generale per limitare o impedire gli effetti di comportamenti opportunistici di alcuni investitori di breve o brevissimo periodo idonei ad arrecare danno per altri investitori – la disciplina sulle regole di condotta e organizzazione del gestore, come si è ampiamente visto, impone alle SGR l'implementazione di procedure interne adeguate in tema di raccolta, registrazione, valorizzazione degli ordini.

Un'ulteriore pratica scorretta del gestore, consiste nell'allocare tra i vari fondi o comparti da questo gestiti gli investimenti migliori a favore dei fondi o comparti che abbiano migliori classifiche di rendimento, al fine di attrarre gli investitori (i quali privilegiano, appunto, i fondi che si collocano ai primi posti nelle suddette classifiche di rendimento). Similmente, vi è la pratica di modificare il portafoglio titoli del fondo, a fine anno, per migliorarne la posizione nelle classifiche di rendimento e così attrarre nuovi investitori, in danno di chi già partecipa al fondo. E ancora, vi è la

---

<sup>334</sup> Cfr., CONSOB, *Comunicazione del 15 aprile 2005* (DIN/5025468). Nella dottrina nordamericana, un'analisi approfondita del fenomeno in E. ZITZEWITZ, *Forensic, op.cit.*; ID., *Who cares about shareholders? Arbitrage-Proofing Mutual Funds*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2003, 245 ss.

<sup>335</sup> Cfr., CONSOB, *Comunicazione del 15 aprile 2005* (DIN/5025468). Sul punto anche E. ZITZEWITZ, *How widespread was late trading in Mutual Funds?*, in *American Economic Review*, 2006, 284.

<sup>336</sup> Così, CONSOB, *Comunicazione 15 aprile 2005*, cit.

pratica del cd. *window dressing*, ovvero di modificare il portafoglio titoli del fondo per mostrare ai partecipanti investimenti più sicuri di quelli in realtà effettuati.

Ancora, infine, vi è la pratica di utilizzare uno tra i fondi gestiti per intervenire a sostegno di altri fondi “della famiglia” in crisi di liquidità, a vantaggio del fondo soccorso ma a nocimento degli investitori del fondo soccorrente<sup>337</sup>.

In quest’ultimo caso, in particolare, appare evidente la violazione del dovere di agire nell’interesse dei partecipanti: d’altra parte, se un investitore ha deciso di investire in uno dei fondi gestiti da una medesima SGR (fondo “A”), la decisione di quest’ultima di privilegiare un altro fondo (fondo “B”) in danno di quello in cui il partecipante ha investito, se da un lato può avvantaggiare complessivamente la SGR stessa, i suoi azionisti e i partecipanti del fondo “B”, dall’altro lato, si risolve, per l’investitore del fondo “A”, in un danno economico che può essere compensato solo attraverso un risarcimento.

## **2. L’azione di responsabilità verso la SGR ex art. 36, comma 3, TUF. Le opposte teorie prospettate in merito all’oggetto della domanda**

Come visto, nel caso di eventuali comportamenti illeciti o abusivi nella gestione dell’OICR contrattuale, la norma sulla quale “fondare” la responsabilità della SGR è rappresentata dall’art. 36, comma 3, TUF, il quale fa riferimento alla figura del mandatario<sup>338</sup>. Tale responsabilità è certamente contrattuale, e tale dato appare oggi del tutto pacifico<sup>339</sup>.

---

<sup>337</sup> Gli esempi riportati nel testo sono ripresi da P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 742, cui si rinvia per puntuali riferimenti di dottrina economica straniera.

<sup>338</sup> Giova ribadirsi che il richiamo al mandato, in tale sede, ha la funzione di rendere applicabili alle SGR le regole di diritto comune in tema di responsabilità. In base a tale richiamo, in particolare, l’art. 36, comma 3 TUF, sottende implicitamente la legittimazione dei partecipanti al fondo ad esperire l’azione di responsabilità contrattuale nei confronti della SGR per farne valere gli inadempimenti occorsi nella gestione del fondo. Cfr., in questo senso, M. Miola, *Art. 36*, cit., 326; E. TONELLI, *Le società*, cit., 84 ss.

<sup>339</sup> In passato, parte della dottrina ha affermato che pur in assenza di qualsiasi dato normativo specifico, tale soluzione non sarebbe comunque potuta essere messa in dubbio, dal momento che, in base ai principi generali, tale responsabilità deriva dall’inadempimento ai corretti doveri e obblighi contrattualmente assunti dalla SGR nei confronti dei partecipanti al momento della sottoscrizione del regolamento del fondo. In tal senso, tra gli altri, F. DEVESCOVI, *Fondi comuni di*

La generica formulazione normativa pone, invece, in dubbio, se tale azione debba qualificarsi come un'azione a legittimazione individuale<sup>340</sup> e "diretta" (con reintegrazione del patrimonio personale del singolo investitore), ovvero debba avere ad oggetto la reintegrazione del danno subito dal fondo comune nel suo complesso (qualificazione "collettiva" dell'azione). In tale secondo caso, in buona sostanza, il partecipante opererebbe come strumento a vantaggio della collettività degli investitori.

Il carattere collettivo dell'azione è stato sostenuto da una parte della dottrina, principalmente sulla base di due ordini di argomentazioni. In primo luogo, si riteneva che, dato il carattere aperto del fondo (la teoria è stata espressa nella vigenza della l. 77/1984 che prevedeva i soli fondi comuni aperti), la continua variabilità di valore dello stesso e, di conseguenza, del valore delle quote, rendesse impossibile quantificare con esattezza il danno subito dal singolo partecipante nel tempo<sup>341</sup>.

In secondo luogo, muovendo dall'asserita "unicità" dell'obbligazione gestoria, si sosteneva che nel caso di danno al fondo per gestione illegittima, l'azione potesse essere *eccezionalmente* esercitata dal singolo partecipante, ma "a favore del fondo", e quindi, a tutela e a vantaggio della collettività degli investitori<sup>342</sup>.

La tesi, sulla base delle considerazioni che seguono, non appare condivisibile.

In primis, appare opportuno sgombrare il campo da un possibile equivoco. Nella disciplina della società per azioni, l'azionista non può, ovviamente, agire "in proprio" contro la società stessa in caso di illiceità nella gestione del patrimonio sociale, ma può promuovere soltanto l'azione sociale nei confronti dei propri amministratori: nel diritto societario, infatti, il danno da gestione palesemente illegittima o irrazionale del patrimonio sociale, spetta all'ente titolare del patrimonio leso, nei confronti dell'organo di gestione che abbia procurato un danno a quel patrimonio. È ciò che avviene, ad esempio, nel caso delle SICAV e delle SICAF, laddove l'investitore è anche azionista e la tutela dell'investitore-azionista si svolge

---

*investimento: nuove responsabilità per gli amministratori?*, in *Giur. comm.*, I, 1983, 855, secondo il quale i singoli partecipanti, in difetto di specifica norma, avrebbero comunque potuto chiamare a rispondere la SGR "nella sua qualità di mandataria".

<sup>340</sup> Per i motivi che si illustreranno, la legittimazione individuale del partecipante ad agire nei confronti della società di gestione non sembra potersi ragionevolmente porre in discussione. Più controverso, invece, stabilire se la reintegrazione patrimoniale debba andare a vantaggio del fondo, e quindi della collettività dei quotisti, o a vantaggio dell'attore.

<sup>341</sup> Cfr., E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità*, cit., 475 ss.

<sup>342</sup> Così, E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., 52-53.

nell'ambito del rapporto sociale. Al contrario, nei fondi comuni d'investimento, il partecipante deve ritenersi pacificamente legittimato ad agire individualmente nei confronti della SGR in quanto non esiste alcun ente o organo diverso dalla stessa SGR che possa, a sua volta, agire a tutela del fondo e dei quotisti. In altri termini, non si dubita che il partecipante abbia un'azione individuale ex art. 36, comma 3, TUF, nei confronti del gestore, in quanto: gli interessi del patrimonio collettivo e della collettività dei partecipanti sono normalmente curati dalla SGR; tuttavia, l'OICR contrattuale è un patrimonio separato privo di un'organizzazione comune; pertanto, nel caso in cui alla SGR è imputato un comportamento illegittimo a danno del fondo, non potendo immaginarsi che la stessa agisca contro se stessa, al partecipante non resta che agire individualmente a tutela dei propri interessi<sup>343</sup>.

Del pari, per le ragioni che seguono, non si dubita che tale azione abbia anche carattere "diretto"; nel senso che a beneficiare della reintegrazione patrimoniale siano, direttamente (e limitatamente al danno subito in rapporto al valore della quota posseduta) i singoli investitori-attori.

A tale riguardo, si tenga presente che – come si è avuto modo di vedere esaminando la questione della qualificazione del rapporto investitori-SGR – nonostante l'indubbia coincidenza di interessi che può esistere tra i sottoscrittori del medesimo fondo (o comparto), non è presente a livello normativo una indicazione sufficiente che consenta di ipotizzare l'esistenza tra i quotisti di un legame reciproco idoneo a far assurgere tale collettività ad unica controparte contrattuale della SGR<sup>344</sup>. In questo senso, non vi è dubbio che i quotisti siano portatori di un identico interesse a che il fondo sia gestito in modo corretto e professionale, ma la posizione di ciascun investitore può atteggiarsi in modo diverso dagli altri, come vicenda particolare, caratterizzata, tra l'altro, dal diverso momento di ingresso, dal diverso tempo di permanenza, o ancora, dalla circostanza che un investitore abbia investito in più di un fondo o comparto gestito dalla medesima SGR. Tutti elementi, questi, che hanno rilievo anche giuridico in quanto connaturati alla peculiare struttura del fondo e caratterizzanti il singolo rapporto con il gestore<sup>345</sup>.

Ulteriormente, il fatto che l'azione per il risarcimento del danno sia individuale e diretta *pro quota* al risarcimento del danno è confermata, dal

---

<sup>343</sup> Cfr., P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità*, cit., 1142. Il punto è sottolineato anche in Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit.

<sup>344</sup> Cfr., in tal senso, G. MEO, *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1986, 185 ss.

<sup>345</sup> Sul punto, v., C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 172.



punto di vista sistematico, proprio dalla disciplina in tema di responsabilità del depositario. Come visto, infatti, l'art. 24, par. 5, Dir. UCITS IV, stabilendo che i titolari di quote di OICVM "possono invocare la responsabilità del depositario direttamente o indirettamente mediante la società di gestione", conferma che ai partecipanti spetta un'azione diretta e che la distinzione tra danno diretto e danno indiretto per lesione del fondo, nell'ottica del partecipante, tende a sfumare. Ne deriva, quindi, che se i quotisti hanno un'azione diretta per il danno subito nei confronti del depositario, a maggior ragione, deve desumersi che agli stessi spetti analogo tipo di azione nei confronti del gestore<sup>346</sup>.

Si consideri, inoltre, che se la reintegrazione del danno "riflesso" a seguito di scorretta gestione andasse ad integrare il patrimonio collettivo, si produrrebbero effetti distorti ed eccentrici, proprio in virtù del meccanismo di valorizzazione della quota, che viene rimborsata secondo il valore dell'attivo netto del fondo. Se l'azione fosse collettiva, infatti, essa andrebbe a favore del fondo e quindi, in ipotesi, a favore di coloro che vi partecipano al momento del risarcimento e non necessariamente a favore di coloro che vi partecipavano al momento in cui si è prodotto il danno<sup>347</sup>.

Sulla base di tutte le considerazioni esposte, è quindi del tutto condivisibile sostenere il carattere individuale e diretto dell'azione ex art. 36, comma 3, TUF; soluzione che appare aderente con la lettera della legge e, soprattutto, maggiormente soddisfacente in un'ottica di effettiva tutela degli investitori. La stessa, inoltre è coerente sia con la lettura, qui preferita, che vede la SGR controparte di singoli rapporti contrattuali, sia con il particolare atteggiarsi della posizione del singolo investitore. Viceversa, il rilievo secondo cui il

---

<sup>346</sup> COSÌ, P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 752.

<sup>347</sup> In questo senso, infatti, è da escludere che tutti i partecipanti indistintamente risultino egualmente danneggiati a seguito del prodursi di un danno al fondo. Ciò, in ipotesi, si verificherebbe solamente laddove la partecipazione al fondo si configurasse come operazione unitaria, ovvero se tutti i quotisti stipulassero nello stesso momento il contratto di investimento sottoscrivendo quote di pari valore (il che è difficilmente concepibile soprattutto nel caso di OICVM e FIA aperti o chiusi non riservati). Al contrario, poiché i partecipanti investono nel fondo in momenti diversi è possibile che alcuno di essi abbia effettuato la sottoscrizione dopo il verificarsi degli effetti pregiudizievoli, e che perciò non risenta di alcun danno da minor valore o mancato incremento delle quote. Stesso discorso vale con riferimento al momento di disinvestimento: è possibile, infatti, che il partecipante abbia ottenuto la liquidazione della quota in un momento successivo al compimento delle operazioni di gestione illecite e lesive dell'OICR, ma in ogni caso prima che gli effetti negativi di quelle operazioni abbiano potuto incidere sul valore della quota. Cfr., C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 179-180.

danno provocato dal gestore incide sul fondo e solo di riflesso sul patrimonio del singolo sottoscrittore, non appare in alcun modo idoneo a giustificare la tesi secondo cui la responsabilità del gestore deve essere fatta valere dal quotista ai fini del ristoro dell'intero danno subito dal fondo e a vantaggio di tutti gli investitori<sup>348</sup>.

Al contrario, proprio una corretta ricostruzione del rapporto intercorrente tra investitore e fondo, rende evidente che il pregiudizio patito dal fondo è idoneo a riflettersi pressoché immediatamente sul patrimonio del partecipante. E proprio tale lesione di valore rappresenta il motivo e il limite della pretesa risarcitoria che i partecipanti e gli ex partecipanti possono vantare nei confronti della SGR ed eventualmente, come si vedrà *infra*, dei suoi amministratori e sindaci.

Il risarcimento, in definitiva va a beneficio degli attori, esclusivamente nei limiti dei rispettivi interessi e sul presupposto che esista un danno "riflesso"; il che, dovrà essere verificato con particolare attenzione, sulla base del momento di ingresso e di uscita dall'OICR contrattuale<sup>349</sup>.

### **3. L'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e degli organi di controllo della SGR per i danni arrecati all'OICR gestito**

Problema più complesso e concettualmente diverso è quello relativo alla possibilità per i partecipanti di esperire, in assenza di una specifica previsione normativa, oltre all'azione contro la SGR, anche un'azione diretta nei confronti degli amministratori e degli organi di controllo della società, in caso di danni procurati al fondo.

Come accennato, nel vigore della legge n. 77 del 1983, tale ipotesi era espressamente prevista sulla base dell'art. 3, comma 5, il quale prevedeva, da un lato, che il commissario straordinario e i commissari liquidatori potessero esercitare l'azione nei confronti dei membri degli organi amministrativi e di controllo del gestore, nell'interesse comune dei quotisti e a spese del fondo, dall'altro lato, che tale azione spettasse anche a ciascun investitore, ma nel limite del proprio interesse.

---

<sup>348</sup> Si esprimeva in questo modo, E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità*, cit., 506 ss.

<sup>349</sup> Cfr., A. BORGIOI, *La responsabilità*, cit., 932; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 186; G. MEO, *Azione "comune"*, cit., 176; P. GIUDICI, *op. cit.*, il quale rileva che "una situazione simile si verifica in materia di danno da concambio incongruo, dove un danno che incombe sulla collettività degli azionisti viene comunque fatto valere individualmente da ciascuno per la propria parte". Sul punto, v., anche M. MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. comm.*, 2015, 308.

La norma, prevedeva quindi, in via eccezionale, un'azione individuale del partecipante nei confronti dei gestori (persone fisiche) del gestore e dei loro controllori<sup>350</sup>. Tale azione, in particolare, "perforando" lo schermo della società di gestione che si era obbligata contrattualmente sulla base del regolamento del fondo, consentiva all'investitore di aggredire direttamente il patrimonio personale degli amministratori del gestore, annullando la separazione tra responsabilità dell'ente per le obbligazioni assunte in proprio nome e responsabilità dei propri organi<sup>351</sup>.

A seguito dell'emanazione del TUF, tale disposizione è stata eliminata dall'attuale tessuto normativo, nel quale si tratta l'azione di responsabilità nei confronti degli organi e del revisore legale della SGR, solamente nell'ambito della disciplina della crisi e della liquidazione coatta degli intermediari finanziari, sulla base del rinvio all'art. 72, comma 5, TUB, operato dall'art. 56, comma 3, TUF, e del rinvio all'art. 84, comma 5, TUB, operato dall'art. 57, comma 3, TUF. In ogni caso, anche in tale contesto, non si fa più menzione ad un'azione diretta dei quotisti nei confronti degli organi sociali della SGR per responsabilità derivante da illegittima gestione del fondo.

Il quesito centrale, pertanto, è se l'enunciato relativo all'azione dei partecipanti contro tali soggetti, in assenza di uno specifico dato normativo,

---

<sup>350</sup> Per l'inquadramento di tale speciale azione di responsabilità, nella vigenza della legge istitutiva dei fondi comuni mobiliari, e con riferimento al rapporto tra tale azione e l'azione verso la società di gestione spettante ai singoli partecipanti, si rinvia alle diverse ricostruzioni di A. BORGIOLO, *La responsabilità*, cit., 911; E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità*, cit., 506; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 186; G. MEO, *Azione "comune"*, cit., 169; E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., 103 e 158; G. GENTILE, *Il contratto*, cit., 252 ss.

<sup>351</sup> L'ipotesi rappresentava una chiara eccezione al principio secondo il quale i creditori della società non possono agire in via diretta – in ipotesi, ex art. 2395, c.c. – contro gli amministratori di una società sulla base del semplice inadempimento della società stessa. La giurisprudenza è pacifica nel ritenere che la responsabilità diretta degli amministratori derivi, necessariamente, dal compimento di atti diretti (dolosi o colposi), ultronei rispetto ai poteri ad esso spettanti nell'esercizio ordinario dell'attività gestoria. Cfr., in particolare, Cass. 23 giugno 2010 n. 15220; Cass. 5 agosto 2008, n. 21130; Cass. 3 dicembre 2002, n. 17110, in cui la responsabilità dell'amministratore deriva dal fatto che lo stesso si fosse appropriato della liquidità necessaria all'adempimento delle obbligazioni sociali; Cass. 20 giugno 2014, n. 14121, in cui l'amministratore è stato dichiarato responsabile a seguito di un collaudo di un'imbarcazione da lui eseguito da cui era scaturito il danneggiamento del natante; da ultimo, Cass. 8 settembre 2015, n. 17794, ove la responsabilità degli amministratori viene collegata alla necessità di provare un'induzione a contrattare determinata da bilanci falsi.

possa essere recuperato sul piano dei principi o sulla base del richiamo ad altra disciplina, ed in specie a quella di cui agli artt. 2392 ss., c.c., certamente applicabile agli Organismi di investimento collettivo di tipo statutario (SICAV e alle SICAF)<sup>352</sup>.

Più precisamente, occorre verificare se, in caso di danno da diminuzione o mancato accrescimento di valore della quota, il partecipante sia legittimato a agire anche contro gli amministratori (ed eventualmente i soggetti che svolgono la funzione di controllo) della SGR, sulla base, per ipotesi, dell'art. 2394 o 2395 c.c.

La prima ipotesi deve essere decisamente scartata. Si è avuto modo di constatare, infatti, che il nocumento arrecato al fondo, quale patrimonio autonomo rispetto al patrimonio generale della società, è un danno che non è mediato dal patrimonio sociale della SGR, e che si ripercuote "immediatamente" sui partecipanti, ma in ogni caso sempre "tramite" il fondo. Il che, appare determinante per escludere l'applicabilità dell'art. 2394, c.c., il quale presuppone che a risultare pregiudicato dagli amministratori sia il patrimonio sociale<sup>353</sup>.

Meno evidente il problema dell'applicabilità, in tali ipotesi dell'art. 2395, c.c., il quale – ad una prima analisi – sembrerebbe astrattamente applicabile in ragione della forma azionaria che la SGR deve necessariamente assumere ed in ragione del fatto che, come visto, i partecipanti al fondo rivestono, nei confronti del gestore, la posizione di "terzi"<sup>354</sup>.

La soluzione del problema, ruota, evidentemente, intorno al concetto, di per sé non univoco, di "danno diretto", cui fa riferimento la disposizione citata.

Così, parte della dottrina, ha recentemente sostenuto che nessun ostacolo si frapporrebbe al riconoscimento della legittimazione ex art. 2395 c.c., dei quotisti ad agire direttamente contro gli amministratori della SGR, in quanto – considerato che il danno al fondo non si traduce in un danno al patrimonio sociale – ad essere lesa sarebbe, quindi, "direttamente" la

---

<sup>352</sup> Fermo restando, eventualmente, il diverso problema dell'applicabilità o meno, in tale contesto, della cd. "regola di canalizzazione", a motivo delle peculiarità dei rapporti di partecipazione che caratterizzano tali modelli societari di OICR. Sul punto, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., 184.

<sup>353</sup> Cfr., in tal senso, G. FERRI JR., *L'incapienza*, cit., 720; G. MEO, *Azione "comune"*, cit., 187; G. GENTILE, *Il contratto*, 248 ss.; V. OCCORSIO, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del t.u.f.*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014, 643 ss.; P. CASELLA – E. RIMINI, *Fondi comuni*, 233-234; E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., 112 ss.; E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità*, cit., 513; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità*, cit., 192 ss.

<sup>354</sup> Contrario, Trib. Milano 11 maggio 2015, cit.

posizione patrimoniale dell'investitore<sup>355</sup>. In altri termini, secondo la dottrina richiamata, ai fini dell'applicazione della norma e della conseguente affermazione della responsabilità, è sufficiente che il danno sia destinato a pregiudicare esclusivamente il patrimonio del terzo e non anche quello della società<sup>356</sup>. Più precisamente, essendo il fondo un patrimonio autonomo da quello della SGR, ed essendo la gestione illecita dello stesso idonea a ledere il patrimonio sociale, il danno così prodotto deve considerarsi sempre "diretto", a nulla rilevando che lo stesso sia stato mediato dal patrimonio-OICR<sup>357</sup>.

A ben vedere, tuttavia, tale circostanza non può essere ritenuta di per sé idonea a determinare il carattere "diretto" del pregiudizio. In primo luogo, perché il danno all'investimento del partecipante, è e resta, in ogni caso, un danno riflesso, e tale circostanza non appare superflua ai fini dell'art. 2395 c.c.

A ciò si aggiunga che la diminuzione di valore del fondo determinata dall'illecita gestione della SGR, può ripercuotersi negativamente, ancorché in via indiretta, anche sul patrimonio sociale, in termini di mancato guadagno per le commissioni di gestione, le quali, talvolta, prevedono parti variabili proprio in funzione del buon andamento del fondo. In questo senso si può discutere sulla circostanza che il patrimonio sociale sia "definitivamente insensibile rispetto alle vicende patrimoniali del fondo"<sup>358</sup>.

Ma soprattutto, appare preferibile ritenere che, per poter definire diretto il danno, sia necessario non tanto o, comunque, non soltanto, che questo sia imputabile ad un comportamento materialmente ascrivibile, sulla base del nesso eziologico, agli amministratori<sup>359</sup>, ma che lo stesso sia provocato da

---

<sup>355</sup> Cfr., P.G. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1180, il quale ritiene che, "nel sistema societario, il termine di raffronto per la natura diretta o riflessa del pregiudizio è il patrimonio sociale, con il quale il quotista, per definizione, non ha rapporti"; S. CICCHINELLI, *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Corr. giur.*, 2016, 840.

<sup>356</sup> Sul tema, v., inter alia, V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2006, 899 ss.; M. CASSOTTANA, *Sulla nozione di "danno diretto" e sui rapporti tra l'art. 2395 e l'art. 1223 c.c.*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 542.

<sup>357</sup> Cfr., G. FERRI JR., *L'incapienza*, cit., 721.

<sup>358</sup> Così, P.G. SPOLAORE, *op. cit.*

<sup>359</sup> V., in questo senso, la giurisprudenza di legittimità richiamata alla nt. 345.

un atto che sia giuridicamente imputabile a loro e non anche alla società<sup>360</sup>. In quest'ottica, la legittimazione passiva degli amministratori della SGR potrebbe affermarsi solamente laddove fosse possibile imputare ad essi, legalmente e giuridicamente, tale attività. Soluzione che, a parere di chi scrive, non è sostenibile, posto che tale attività non può che essere imputata, giuridicamente, alla SGR<sup>361</sup>.

D'altra parte, nel vigore della l. 77 del 1983, era proprio l'inapplicabilità dell'art. 2395, c.c., a giustificare l'azione di carattere "assolutamente eccezionale" di cui all'art. 3, comma 5<sup>362</sup>, norma che estendeva la legittimazione passiva anche agli organi sociali della società di gestione.

Nel sistema vigente, come detto, dove una regola analoga non è stata riproposta, non appare, quindi, possibile "recuperare" tale disciplina, vista anche la sua eccezionalità. Sulla base della disciplina attuale, pertanto, gli atti di illecita gestione del fondo che gli amministratori dovessero compiere, saranno imputabili, in via organica, soltanto alla SGR, titolare della funzione gestoria ad essa attribuita. Sarà quindi la sola società di gestione, in base all'art. 36, comma 3, TUF, a rispondere dei danni arrecati al fondo; gli amministratori, al contrario, potranno essere ritenuti responsabili nei confronti dei partecipanti, solo in quanto si ritenga di poter "superare" il nesso di immedesimazione organica, estendendo la responsabilità dell'atto lesivo, giuridicamente imputabile alla società, anche alla persona fisica che lo abbia concretamente compiuto<sup>363</sup>.

In questo senso, depone chiaramente l'art. 36, TUF, il quale sancisce la responsabilità della SGR verso i partecipanti per i danni arrecati al fondo, senza contemplare un'estensione della posizione di garanzia a carico di

---

<sup>360</sup> Cfr., ex multis, A. LENER, *Art. 3*, cit., 418; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*<sup>3</sup>, a cura di F. Vassalli, X, Torino, 1987, 726; G. FERRI JR, *op. cit.* Per ulteriori argomentazioni sul punto, si rinvia, inoltre, senza pretesa di completezza a S. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013, 221 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, 133 ss.

<sup>361</sup> Come appare confermato anche dalla lettera dell'art. 36, TUF, secondo il quale, giova ribadirsi: l'OICR contrattuale "è gestito dalla società di gestione del risparmio", ed è la stessa SGR (istitutrice o subentrante) a dover agire "nell'interesse dei partecipanti" e ad assumere verso questi ultimi "gli obblighi e le responsabilità del mandatario".

<sup>362</sup> Cfr., P. GIUDICI, *La responsabilità*, cit., 755.

<sup>363</sup> Così, in linea teorica e coerentemente con la lettura che ci sembra corretta, l'amministratore risponderà nei confronti del partecipante, eventualmente, ex art. 2395 c.c., nel caso in cui lo abbia indotto a compiere una certa operazione sulla base di notizie false o inesatte, e da ciò ne sia scaturito un danno.

soggetti diversi; estensione che, al contrario, avveniva nel sistema previgente, con la disposizione di carattere eccezionale di cui all'art. 3, l. n. 77/1983, e che si riscontra, oggi, in alcune ipotesi in cui una funzione inerente l'organizzazione venga svolta da, o imputata a, altre società o enti: fenomeni, tuttavia nei quali è (e non può che essere) lo stesso legislatore ad assoggettare espressamente alla responsabilità dei soggetti titolari del rapporto funzionale anche le persone fisiche in concreto investite delle suddette funzioni<sup>364</sup>.

Problema diverso, infine, è quello relativo alla possibile legittimazione della SGR ad agire essa stessa nei confronti dei propri amministratori, nel caso in cui questi ultimi abbiano procurato un danno da scorretta o negligente gestione al patrimonio autonomo. Considerato, infatti, che i partecipanti non hanno la possibilità di agire direttamente nei confronti degli amministratori della SGR, se nemmeno la società potesse agire contro i propri organi e il proprio revisore legale, questi ultimi non risponderebbero mai del danno procurato al patrimonio collettivo a seguito di inadempienze<sup>365</sup>. D'altra parte, le stesse discipline in tema di responsabilità del gestore e del depositario, come visto, prevedono che questi ultimi agiscano "nell'interesse dei partecipanti al fondo", dovendosi ricomprendere, in tale formula, anche il potere-dovere della SGR di agire per reintegrare il fondo quando danneggiato da comportamenti di terzi (si intende, rispetto alla società) e dei propri organi<sup>366</sup>. Di conseguenza, sarà la stessa SGR a poter risultare responsabile nei confronti dei partecipanti (i quali potranno agire individualmente contro di essa) nel caso di mancato o tardivo esperimento dell'azione di responsabilità nei confronti dei propri

---

<sup>364</sup> Cfr., L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni, op. cit.* È il caso, ad esempio, della società di revisione, alla cui responsabilità nei confronti della società che ha conferito l'incarico, dei suoi soci e dei terzi, si aggiunge, per espressa previsione dell'art. 15, commi 1 e 2, d.lgs. 39/2010, anche la responsabilità del responsabile della revisione e dei dipendenti che hanno collaborato all'attività di revisione contabile "per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti", sebbene limitatamente al loro "contributo effettivo".

<sup>365</sup> Così, Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit.

<sup>366</sup> Al contrario, secondo un'opinione (v., G. FERRI JR., *L'incapienza, cit.*, 726), la società potrebbe agire nei confronti dei propri amministratori solamente al fine di ottenere il risarcimento di un danno "diverso da quello arrecato al fondo" (ancorché ad esso collegato), che si produce sul patrimonio sociale. In particolare, gli amministratori potrebbero essere chiamati a rispondere nei confronti della società solo all'esito della condanna di quest'ultima ("se non addirittura dell'adempimento del relativo obbligo"), a risarcire i partecipanti, a seguito di una loro azione vittoriosa intentata sulla base dell'art. 36, comma 3, TUF.

gestori. La risposta al quesito, pertanto, è senz'altro positiva: un'interpretazione corretta della normativa sembra supportare pienamente l'assunto secondo il quale la SGR (oltre, ovviamente, come visto, gli organi della procedura) è pienamente legittimata ad agire, in questo senso, per la tutela dell'OICR<sup>367</sup>.

Ciò precisato, si segnala brevemente una diversa lettura, per la verità solo ipotizzata dal suo autore<sup>368</sup>, secondo cui sarebbe possibile prospettare un'estensione della legittimazione passiva all'azione di responsabilità dei partecipanti, anche agli esponenti della SGR, sulla base delle elaborazioni teoriche e giurisprudenziali in materia di responsabilità professionale da "contatto sociale"<sup>369</sup>. Secondo tale dottrina, la tesi sarebbe supportata dal fatto che i componenti degli organi della SGR, sulla base di quanto disposto dagli artt. 13 e 35-*bis* TUF, sono: (i) in possesso di specifici requisiti di professionalità; (ii) destinatari di obblighi specifici con riguardo alla definizione di assetti organizzativi e procedurali interni alle SGR, a loro volta necessari ad assicurare il rispetto da parte della stessa società dei molteplici obblighi di condotta imposti. Così, è stato suggerito che sarebbe possibile "ipotizzare che tanto la prevista qualificazione professionale, quanto i menzionati obblighi specifici configurino in capo ai componenti degli organi con funzioni di gestione e supervisione strategica e, di riflesso, di controllo della SGR altrettanti doveri di protezione nei confronti degli investitori nei fondi comuni; di guisa che la violazione di tali doveri, da parte dei primi, possa essere ritenuta fondare, nei confronti dei secondi, una responsabilità diretta, avente carattere contrattuale"<sup>370</sup>.

La soluzione non appare condivisibile in quanto – oltre a tutte le varie critiche tradizionalmente mosse sia alla tesi della responsabilità da contatto sociale, sia alla sua estendibilità ad altri ambiti<sup>371</sup> – la stessa non appare

---

<sup>367</sup> Cfr., sul punto, anche Trib. Milano 11 febbraio 2015, cit.

<sup>368</sup> Cfr., L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni*, op. cit.

<sup>369</sup> Per un'accurata disamina della teoria del "contatto sociale" e dei principali arresti giurisprudenziali a essa ascrivibili, si rinvia, inter alia, a S. ROSSI, *Contatto sociale (fonte di obbligazione)*, in *Dig. disc. priv., sez. civ., Agg. V*, Torino, 2010, 346 ss.; M. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, 1693 ss. (ove ampi riferimenti giurisprudenziali e di dottrina); C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, in part., 445 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giur. it.*, 1995, 356 ss.

<sup>370</sup> L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni*, op. cit.

<sup>371</sup> Per le quali si rinvia, tra i molti, a E. NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno e i problemi di confine tra responsabilità contrattuale e extracontrattuale*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, vol. IV, t. III, *La responsabilità e il danno*, Milano, 2009,



neppure necessaria ai fini della tutela dei partecipanti. L'autore richiamato, infatti, muove dal presupposto che tale soluzione sia utile in quanto la SGR, dal suo punto di vista, non potrebbe mai agire contro i propri amministratori a tutela dei partecipanti in assenza di un danno immediato al patrimonio sociale<sup>372</sup>. Con la conseguenza, quindi, che nessuno potrebbe agire nei loro confronti in caso di danno prodotto esclusivamente sul fondo.

Al contrario, si è ampiamente visto che sia la SGR, sia eventualmente la "sua" procedura, sono certamente legittimate ad agire, in tali casi, contro gli organi di amministrazione e di controllo (e la società di revisione) del gestore, a tutela dei partecipanti e al fine di reintegrare l'OICR contrattuale.

---

236 ss., e Zaccaria, *Der aufhaltsame Aufstieg des sozialen Kontakts (La resistibile ascesa del "contatto sociale")*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, 77 ss.

<sup>372</sup> Tesi, come visto, suggerita da G. FERRI JR. (v., nt. 360).

## SINTESI DEI RISULTATI DELLA RICERCA

Negli ultimi anni, l'intera disciplina della gestione collettiva del risparmio è mutata radicalmente sotto la spinta dell'incessante evoluzione della normativa europea, tesa a perseguire – anche nella materia de qua – il più ampio grado possibile di armonizzazione delle discipline proprie degli ordinamenti dei singoli Stati membri.

Nell'attuale impianto normativo, così come riflessosi in Italia a seguito del recepimento delle ultime direttive UE (e dei correlati interventi normativi di livello inferiore), si rinvencono due distinte forme dell'attività di gestione collettiva: quella contrattuale, che si esprime nello schema organizzativo dei fondi comuni d'investimento, e quella societaria, rappresentata dalle SICAV e dalle SICAF. In altri ordinamenti europei, d'altra parte, esistono e sono frequentemente utilizzati schemi di esercizio di tale attività ulteriori e diversi, tra i quali spiccano in particolare le *partnership* e il *trust*.

I due schemi previsti in Italia, peraltro – come dimostrato di recente in dottrina – tendono in concreto a “contaminarsi”; soprattutto nel senso che gli OICR contrattuali manifestano, nella prassi operativa, una chiara dimensione organizzativa spesso modellata sugli schemi dell'organizzazione corporativa propria delle forme degli OICR statuari e quindi, più in generale, delle società di capitali. Come si è visto, su tale forma organizzativa incide e assume carattere prevalente il regolamento del fondo il quale – fermo il rispetto di un nucleo normativo inderogabile – può modellare sensibilmente i diversi prodotti-OICR, specialmente laddove si tratti di fondi non armonizzati. In questo senso, seppur nei limiti degli spazi concessi a livello normativo, l'autonomia delle parti svolge un ruolo fondamentale nella definizione della struttura e delle concrete dinamiche dell'operazione. Così – e ciò vale per entrambi i modelli di OICR – pur essendo presenti alcuni schemi di base, le singole forme organizzative risultano alterate rispetto a quanto si ricaverebbe applicando le regole previste dalla disciplina di ciascuna, e ciò in virtù del perseguimento di finalità e obiettivi che risultano comuni e corrono trasversalmente lungo l'intera disciplina della gestione collettiva.

In questa prospettiva, tutta la disciplina degli OICR risulta basata su un approccio tipicamente funzionale, con riferimento al quale alcuni schemi propri della nostra tradizione giuridica, risultano “piegati” al raggiungimento degli obiettivi di policy legislativa europea; in primis, quelli di tutela dell'investitore e del buon funzionamento del mercato. Si

pensi, ad esempio, all'annosa questione della qualificazione del fondo, che non è – né potrebbe essere – utilmente affrontata dal legislatore europeo, in quanto coinvolgente principi fondamentali di diritto civile (in specie in materia di personalità, soggettività, diritti reali) che necessariamente variano, in modo anche molto sensibile, da un ordinamento all'altro.

In tal senso, i problemi della soggettività del fondo e della qualificazione dei rapporti coinvolti nelle operazioni di investimento in OICVM e in FIA, non sono presi in considerazione dal legislatore europeo, il quale si premura principalmente di stabilire se una determinata attività, rientrando nel perimetro della gestione collettiva, sia sottoposta ad una riserva legale e all'applicazione di stringenti regole di vigilanza pubblica.

Da questo punto di vista, considerata l'ampia varietà di modelli legali e di schemi organizzativi in concreto rinvenibili nel panorama europeo – nonché la diversa qualificazione giuridica data ai rapporti coinvolti nell'operazione nei vari ordinamenti degli Stati membri – anche con riguardo al tema della responsabilità del gestore di OICR, le normative europee di vertice si limitano a disposizioni di principio, rimettendo ai singoli ordinamenti la regolazione specifica della materia.

Prendendo, quindi, in considerazione, proprio il profilo specifico della responsabilità del gestore di OICR contrattuali nei confronti dei partecipanti, è estremamente significativo notare come – sia a livello nazionale, sia a livello sovranazionale – mentre in tema di servizi di investimento il numero di azioni risarcitorie degli investitori nei confronti degli *asset manager* ha avuto una crescita "torrenziale", al contrario, non vi sono significativi casi di contenzioso di questo tipo con riferimento al comparto del risparmio gestito. Il che, appare quantomeno peculiare, soprattutto in considerazione dell'importanza rivestita dal *private enforcement* (anche in termini di efficienza economica), nell'ambito dei mercati finanziari.

In un'ottica di confronto tra il sistema europeo e quello statunitense, inoltre, è possibile riscontrare – a livello di casistica – una significativa differenza. Negli Stati Uniti, infatti, le pratiche illecite del gestore di *investment funds* hanno generato non soltanto un intenso intervento pubblico, ma anche un elevato contenzioso civile, oggetto di ampi studi da parte della dottrina giuridica e giuseconomica nordamericana, la quale sembra maggiormente orientata, oggi, a valorizzare l'importanza dell'azione privata anche in tale settore.

Al contrario, come detto, il panorama europeo è caratterizzato da rari e poco significativi casi di contenzioso.

Per quanto concerne, poi, nello specifico, l'Italia, i casi di azioni risarcitorie nei confronti della SGR per inadempimenti di quest'ultima nella

prestazione del servizio di gestione collettiva sono stati solamente due, entrambi riguardanti fondi comuni d'investimento di tipo chiuso; il contenzioso è invece del tutto assente con riguardo ai FIA aperti.

Il motivo di una tale ridottissima presenza di casi di *enforcement* privato in Italia, lungi dal rappresentare una conseguenza positiva dell'efficiente operare di meccanismi di *public enforcement* in tale ambito, sembrerebbe al contrario doversi ricondurre a diversi profili problematici tra loro connessi, ed in particolare: (i) all'assenza di una disciplina che delinei con sufficiente precisione e chiarezza il regime di responsabilità della SGR nei confronti dei partecipanti; (ii) all'assenza di norme che attribuiscono con chiarezza diritti dei partecipanti efficaci, necessari e strumentali alla proposizione di tali azioni risarcitorie (si pensi in particolare al problema dell'asimmetria informativa e alla mancanza di un accesso adeguato e tempestivo alle informazioni da parte dei quotisti); (iii) anche a causa di tale "opacità normativa", alla presenza di forti disincentivi economici per il singolo investitore ad agire nei confronti del gestore, ad eccezione, forse, del caso di investitori istituzionali: solo in presenza di investimenti molto significativi, infatti, è logico attendersi una situazione in cui il rischio di responsabilità civile verso il quotista possa diventare effettivo per la SGR (nel caso di FIA riservati, tuttavia, possono operare in concreto altri meccanismi di tutela, ultronei e più efficaci rispetto alla proposizione di azioni risarcitorie contro la SGR).

Con riguardo al punto (ii), è appena il caso di sottolineare come l'attuale normativa in materia di informazione dei quotisti risulti, per certi aspetti, particolarmente incisiva, per altri aspetti, del tutto manchevole.

Da un lato, infatti, si prevedono molteplici e stringenti obblighi di informazione per la SGR, sia nella fase preliminare l'instaurazione del rapporto (normativa prospetto, KIID), sia con riguardo ad alcuni momenti della vita del fondo (obblighi di rendicontazione periodica, modifiche del regolamento, pubblicazione periodica del valore delle quote, comunicazione di conflitti di interessi etc.). Dall'altro lato, tuttavia, la disciplina non regola affatto l'esercizio del diritto dei partecipanti di richiedere informazioni alla SGR, sia in forma individuale sia collettivamente (per il tramite ad esempio della relativa assemblea, ove prevista). Si pone, quindi, il problema di stabilire se ed in che misura la SGR possa o debba – in assenza di una tale disciplina – soddisfare richieste di informazioni di singoli o gruppi di investitori. La risposta non appare scontata: rendere informazioni in forma non standardizzata (e quindi generalizzata) potrebbe infatti concretizzare un comportamento del gestore in violazione del principio di parità di trattamento di cui all'art. 35-*decies*, comma 1, lett. d), TUF. Il totale silenzio della normativa, d'altra parte, non

può leggersi nel senso di escludere del tutto il diritto del quotista di formulare domande o richiedere informazioni, dato l'obbligo del gestore di comportarsi secondo diligenza e buona fede nell'esecuzione del contratto. In ogni caso, l'assenza di una disciplina chiara che garantisca un accesso tempestivo degli investitori alle informazioni, rappresenta certamente un problema. L'assemblea dei quotisti potrebbe rappresentare una sede opportuna ai fini di una migliore dialettica tra gestore e investitori, ma in assenza di dati normativi specifici, l'effettiva portata di tale organo è rimessa quasi interamente a quanto stabilito, caso per caso, nel regolamento del fondo.

Con riguardo, poi, al punto (i), si è constatato che con riferimento al tema della responsabilità della SGR, spiccano, in particolare, l'assenza nel TUF di una organica disciplina speciale e, di conseguenza, la presenza di notevoli incertezze. Il problema più delicato attiene, come visto, all'ipotesi in cui la SGR – operando in violazione delle regole tecniche di gestione del portafoglio, ovvero di quanto previsto nel regolamento del fondo, ovvero ancora, dei divieti e limiti di investimento nonché dei criteri di ripartizione del rischio previsti dalla normativa secondaria – compia atti direttamente lesivi dell'OICR contrattuale e indirettamente lesivi della posizione dell'investitore.

A differenza anche di quanto previsto con riferimento alla "corrispondente" disciplina dell'inadempimento del depositario, l'assenza di una normativa specifica concernente tali ipotesi di responsabilità della SGR, lascia aperti diversi profili problematici (e impone all'interprete di ricercare possibili soluzioni "di sistema" che tengano conto delle peculiarità del fenomeno gestione collettiva).

In primo luogo, se l'azione di responsabilità promossa dal quotista ex art. 36, comma 3, TUF, debba considerarsi individuale o collettiva e, di conseguenza, se la domanda di ristoro abbia ad oggetto la reintegrazione del patrimonio personale del singolo investitore ovvero del patrimonio collettivo (a vantaggio, quindi, degli altri partecipanti e di eventuali creditori particolari del fondo comune).

In secondo luogo, se in assenza di una specifica previsione normativa, oltre all'azione contro la SGR il partecipante sia legittimato ad esperire anche un'azione diretta nei confronti degli amministratori e degli organi di controllo della SGR.

A tale riguardo, un'analisi attenta dei pochi e disorganici riferimenti normativi, alla luce del sistema complessivo, conduce a ritenere ammissibile – in caso di danno da svalutazione della quota che consegua ad inadempimenti del gestore – l'esercizio individuale dell'azione di cui all'art. 36, comma 3, TUF, con risarcimento in favore dell'attore (e non del

fondo). Al contrario, appare corretto e maggiormente coerente, anche da un punto di vista sistematico, escludere che in conseguenza di tali comportamenti del gestore, i singoli investitori siano legittimati ad agire anche nei confronti degli amministratori, dell'organo di controllo e della società di revisione della SGR. Tale azione, d'altra parte, potrà (rectius: dovrà) essere esercitata dalla SGR stessa o, eventualmente, dalla sua procedura concorsuale.

## INDICAZIONI BIBLIOGRAFICHE

AA. VV., *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, Quaderni di ricerca giuridica CONSOB, 2016.

ALBARETO G. – CAPPELLETTI G. – CARDILLO A. – ZUCCHELLI L., *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni. Occasional paper*, Banca d'Italia, 2017.

ALCARO F., *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988.

ANDERSON S. – BORN J.A. – SCHNUSENBERG O., *Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds: Origins, Functions and literature*, New York, 2009.

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012.

ANNUNZIATA F., *Considerazioni in merito alla disciplina dei c.d. incentivi (note a margine degli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari)*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010.

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010.

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005.

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000.

ANNUNZIATA F., *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

ANNUNZIATA F., *I fondi riservati*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli – R. Lener, I, Milano, 2010.

ANNUNZIATA F., *I fondi speculativi*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli – R. Lener, I, Milano, 2010.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014<sup>7</sup>.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>5</sup>, Torino, 2010.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>8</sup>, Torino, 2015.

ANNUNZIATA F., *Regole comportamentali degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P.G. Marchetti, Milano, 1993.

ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016.

ARTALE G., *Art. 38*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012.

ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983.

ASCARELLI F., *La natura giuridica del fondo comune d'investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984.

ASCARELLI T., *L'investment trust*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1954.

BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Not.*, 2012.

BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984.

BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2017.

BIANCA C.M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983.



- BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.
- BISOGNI G.B., *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998.
- BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, in *Giur. it.*, 2011.
- BORGIOLI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella L. 77 del 1983*, Milano, 1985.
- BRESCIA MORRA C. – FURGIUELE L. – SPÖGLER L., *Un'analisi comparata delle regole dei principali Paesi Europei in materia di fondi comuni di investimento*, in *Minerva Bancaria*, 2013.
- BRESCIA MORRA C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010.
- BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Soc.*, 2011.
- BULLO L., *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6 del T.U.F.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012.
- CARBONE P.L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993.
- CARRIERE P., *Dove vanno i fondi comuni di investimento (chiusi): spunti di riflessione su alcune recenti tendenze in atto nel risparmio gestito*, in AA. VV., *Scritti giuridici per P.G. Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011.
- CARRIERE P., *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2007.
- CARRIERE P., *L'ambito applicativo della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Riv. soc.*, 2005.
- CARRIERE P., *La "crisi" nei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2014.

CARRIERE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014.

CARRIERE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011.

CASELLA P. – RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991.

CASSOTTANA M., *Sulla nozione di “danno diretto” e sui rapporti tra l’art. 2395 e l’art. 1223 c.c.*, in *Giur. comm.*, II, 1983.

CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare*, in *L’istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970.

CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1969.

CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.

CAVANNA M., *Fondi comuni di investimento e SICAV*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, I, Torino, 2008.

CICCHINELLI S., *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Corr. giur.*, 2016.

CICCHINELLI S., *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014.

CICIANI R. – VENEZIANO D. – GARIBOLDI G., *I fondi comuni d’investimento a lungo termine*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016.

COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l’assunzione dell’incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005.

CORNETTA R., *La disciplina giuridica delle SIIQ: profili problematici e spunti di riflessione*, in *Soc.*, 2007.

CORRADO R., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1963.

CORRADO R., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Studi in onore di P. Greco*, I, Padova, 1965.

CORSO S., *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire*, in *Giur. Comm.*, 2016.

COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli – R. Lener, Torino, 2011.

COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VII, Padova, 2004.

COSTI R., *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Diritto ed economia*, 1998.

COSTI R., *Fondi comuni d'investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1984.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2014.

COSTI R., *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca impresa*, 1989.

COSTI R., *La banca nella disciplina dei fondi comuni prevista dal disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969.

COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968.

COSTI R., *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciale*, in *Riv. soc.*, 1968.

D'AMBROSIO L., in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004, a cura di S. Amorosino – C. Rabitti Bedogni, Milano, 2004.

D'APICE R., *Artt. 41 e 41-bis*, in *Il testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012.

DE NOVA G., *Conflicts of interest and the fair dealing duty*, in *Riv. dir. priv.*, 2002.

DELLA VECCHIA R., *Commento al D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Soc.*, 2011.

DELLA VECCHIA R., *La governance dei fondi comuni d'investimento chiusi*, in *Soc.*, 2010.

DESIDERIO M., «Ucits III»: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004.

DEVESCOVI F., *Fondi comuni di investimento: nuove responsabilità per gli amministratori?* in *Giur. comm.*, I, 1983.

DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993.

DOTTI V., *Esigenza di una tutela normativa per una libera e obiettiva gestione dei fondi*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970.

ENRIQUES L. – VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Problemi e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Benedetto, Bologna, 1998.

ENRIQUES L., *La banca depositaria*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, in ASSOGESTIONI, Quaderni di documentazione e ricerca, 2000.

ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impr. e soc.*, 1995.

EREDE M., *Governing corporation with Concentrated Ownership Structure: an empirical analysis of Hedge Fund activism in Italy and German and its evolution*, in *Eur. Comp. Financial Law Rev.*, 2013.

FANTETTI F.R., *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*, in *Resp. civ.*, 2011.

FAZZUTTI E., *Profili della responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984.

FERRARINI G. – GIUDICI P., *Financial scandals and the role of private enforcement. The Parmalat Case*, in *After Enron*, a cura di J. Armour e J.A. McCahery, Oxford, 2006.

FERRARINI G., *Contract standards and the markets in Financial Instruments Directive (Mifid). An assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture*, in *Eur. Rev. of Contract law*, 2005.

FERRARINI G., *La direttiva MiFID e l'obbligo di best execution*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, II, Padova, 2009.

FERRARIS DI CELLE A. – SZEGO B., *Art. 38*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, 1998.

FERRI G. JR, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016.

FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*<sup>3</sup>, a cura di F. Vassalli, X, Torino, 1987.

FERRI JR G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992.

FERRI JR. G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992.

FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012.

FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009.

FRAGALI M., *La comunione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, I, Milano, 1973.

FRANZONI M., *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Resp. civ. prev.*, 2011.

GAGGERO P., *I contratti di gestione patrimoniale (a proposito di un libro di Carlo Lombardini)*, in *Contr. e impr.*, 2001.

GALANTE A. – LUCCARELLI P., *Le operazioni di fusione e scissione fra sgr e la procedura di fusione tra fondi comuni d'investimento*, in *Soc.*, 1999.

GALGANO F., *Le società*<sup>3</sup>, Bologna, 1986.

GALLARATI A., *La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da SGR e Trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. Soluzioni non univoche*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2016.

GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. e impr.*, 1994.

GANDINI C., *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996.

GASPARRI G. – STELLA RICHTER M., *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*, Roma, 2014.

GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.

GENTILONI SILVERI F., *Gestioni collettive e individuali: responsabilità del conferente. Differenze e identità nella gestione del risparmio e nei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Roma, 2006.

GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011.

GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2011.

GIUDICI P. – BET M., *Liability of asset managers. Italy*, in *Liability of asset manager*, a cura di D. Bush e D. Demoot, Oxford University Press, 2012.

GIUDICI P., *Il private enforcement nel diritto dei mercati finanziari*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2010.

GIUDICI P., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Soc.*, 2015.

GIUDICI P., *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.

GRECO M., *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2005.

GROSSMAN P.Z. – CEARLEY R.W. – COLE D.H., *Uncertainty, insurance and the Learned Hand formula*, in *Law, Probability and Risk*, 2006, reperibile sul portale SSRN.

GUERRERA F., *Contratto d'investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988.

GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2011.

IACUMIN L., *L'azione sociale di responsabilità esperita dalla S.G.R. a tutela del fondo gestito*, in *Giur. it.*, 2016.

IOCCA M.G., *Art. 38*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.

IOCCA M.G., *Art. 37*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.

JAEGER P.G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di L. Geraci e P.G. Jaeger, Milano, 1970.

JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969.

KRAAKMAN R.H., *Gatekeepers. The anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986.

LANGEVOORT D.C., *Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty*, in Wash. U. L. Q., 83, 2005.

LAMANDINI M. – RAMOS MUNOZ D., *Eu financial law. An introduction*, Milano, 2016.

LAMORGESE A., *I fondi comuni d'investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *I contratti*, 2011.

LANZIO L., *Società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare* (voce), in *Noviss. Digesto italiano*, VII, Torino, 1987.

LEGGIERI G., *Art. 39*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012.

LEGGIERI G., *Art. 40*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012.

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011.

LEMMAV., *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006.

LENER A., *Il rapporto tra i partecipanti e la società di gestione del fondo*, in AA. VV., *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento. Atti del convegno, Padova, 5 maggio 1984*, Padova, 1985.

LENER A., *istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento. Commento all'art. 3 della Legge 77/1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LENER A., *La comunione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, VIII, Torino, 1982.

LENER R. – LUCANTONI P., *Art. 21*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012.

LENER R. – PETRONZIO C., *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.



LENER R. – PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal Tuf*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014.

LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989.

LENER R., *Il confitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007.

LENER R., *La circolazione del modello del “trust” nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998.

LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, X, Torino, 1993.

LIBONATI B.,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959.

LOBUONO V., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999.

LUBRANO M., *Art. 38*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, (fa parte di) *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

LUCIANO A., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. Impr.*, 2011.

LYONS W.T.O., *Are Newcits the Future of Hedge Funds or Does the AIFM Directive Provide a More Attractive Framework for Hedge Fund Managers and Investors?*, reperibile su SSRN, 2012.

MAGGIOLO M., *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni, Milano, 2012.

MAGNO D., *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, (fa parte di) *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012.

MARZOVILLO V., *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.

MAUGERI M., *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. comm.*, 2015.

MAUGERI M., *Operazioni di fusione e scissione tra società di gestione del risparmio. Procedura di fusione di fondi comuni*, in ASSOGESTIONI, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000.

MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1986.

MIOLA M. – BRIOLINI F., *Art. 36*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 1999.

MOCCI F., *Il conflitto di interessi, mappatura dei conflitti, costruzione della conflict policy, registro dei conflitti di interessi*, in *La MiFID in Italia*, a cura di Zitiello, Torino, 2009.

MOLONEY N., *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014.

MORLEY J., *The separation of Funds and Managers. A Theory of investment fund structure and regulation*, in *Yale law Journal*, 2014.

NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970.

NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare: struttura e natura giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969.

NIGRO A., *Investment trust* (voce), in *Enciclopedia del diritto*, XXII, 1972.

- NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm. agg.*, 2000.
- OCCORSIO V., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del t.u.f.*, in *Riv. dir. comm.*, 2014.
- OPPO G., *Brevi note sulla trascrizione di atti di destinazione (art. 2645-ter, c.c.)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.
- OPPO G., *Sulla "autonomia" delle sezioni di credito speciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1979.
- PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in *Studi e materiali – Notariato*, 2013.
- PARACAMPO M.T., *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2007.
- PASSADOR M.L., *Appunti sulle Sicaf. Profili societari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016.
- PATASSI N., *The Alternative UCITS Investment Trend: Reasons and Consequences*; reperibile su SSRN, 2015.
- PELLEGATTA S., *Nota a Cass. civ., Sez. I, 10 luglio 2010, n. 16605*, in *Foro it.*, I, 2011.
- PERLETTI G., *Funzione economica dell'investment trust*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei* Padova, 1967.
- PERRONE A., *I soldi degli altri*, Milano, 2008.
- PERRONE A., *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2016.
- PETRONZIO C., *I patrimoni distinti nel diritto del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2010.
- PETRONZIO C., *La nozione di gestione e la separazione patrimoniale*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, a cura di R. Lener, Torino, 2011.

- PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.
- PIETRA E., *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983.
- PISCHETOLA A., *Conferimento di immobili in società di investimento immobiliare (SIIQ e SIINQ) e fiscalità indiretta*, 2013, Studio a cura del CNN, reperibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- PISCHETOLA A., *Trasferimenti di immobili pubblici e di edilizia economica e popolare e trasferimenti effettuati da fondi immobiliari dopo il decreto n. 133/2014 convertito in legge n. 164/2014 (cd. decreto "Sblocca italia") - Profili fiscali*, 2015, Studio a cura del CNN, reperibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- QUAGLIA L., *The "old" and "new" political economy of hedge fund regulation in european union*, in *West Eur. Pol.*, 2011.
- RABITTI BEDOGNI C., *sub art. 33*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, I, Cedam, Padova, 1998.
- RENZULLI V. – TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, a cura di R. Lener, Torino, 2011.
- RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2015.
- RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella l. n. 77/1983*, Milano, 1985.
- RIGHINI E., *Art. 1*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012.
- RIVIERE A.C., *The future of hedge fund regulation: a comparative approach (United States, United Kingdom, France, Germany, Italy)*, 2010, reperibile sul sito [ssrn.com](http://ssrn.com).
- ROPPO V., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1986.

ROSSI G., *Problemi economici e finanziari. I possibili effetti dell'introduzione dei fondi di investimento italiani sulle tendenze del mercato finanziario*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984.

ROSSI G., *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di PG. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984.

ROSSI S., *Contatto sociale (fonte di obbligazione)*, in *Dig. disc. priv., sez. civ., Agg. V*, Torino, 2010.

SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione di fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995.

SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, Cedam, 2001.

SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015.

SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli intermediari prima e dopo la MiFID*, in *Corr. giur.*, 2010.

SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, in *Soc.*, 2011.

SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. Fall.*, 1982.

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di R. Lener, Torino, 2011.

SANTORO V., *Il dovere di informazione e di agire al meglio nell'interesse del cliente nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *AA. VV., Scritti in onore di Pietro Rescigno*, IV, 3, Milano 1998.

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

SCANO A., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2011.

SCHIAVELLO E., *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in *Sfef*, 2014.

SCIOTTI A., *Art. 38, in Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

SCOGNAMIGLIO C., *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giur. it.*, 1995.

SCOGNAMIGLIO G., *La fusione transfrontaliera di Sgr*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.

SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della sgr*, in *Giur. comm.*, 2016.

SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.

SERAFINI S., *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013.

SPOLAORE P.G., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015.

TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999.

TROIANO V., *Art. 36, in Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012.

TUCCI A., *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, Milano, 2011.

TUCCI A., *Servizio e contratto nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011.

VENEZIANO D., *I compiti del depositario e il "nuovo" regime di responsabilità*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016.

VENUTI M.C., *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e diritto privato*, 2000.

VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969.

ZIETSCHÉ D.A., *The alternative Investment Fund Managers Directive*, *Kluwer law International*, 2015.

ZINGALES L., *The future of Securities Regulation*, in *J. Ac. Research*, 2009.

ZITZEWITZ E., *Forensic Economics*, in *Journal of economic literature*, 2012.

ZITZEWITZ E., *How widespread was late trading in Mutual Funds?*, in *American Economic Review*, 2006.

ZITZEWITZ E., *Who cares about shareholders? Arbitrage-Proofing Mutual Funds*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2003.