Università degli Studi Roma Tre

Dipartimento di Giurisprudenza

Dottorato di ricerca in Discipline giuridiche

Curriculum Discipline Privatistiche

XXXII Ciclo

Squilibri patrimoniali e gestione della crisi nei fondi comuni di investimento

Dottorando:

Giovanni Prestipino

Tutor:

Prof. Andrea Guaccero

Anno Accademico 2018/2019

Squilibri patrimoniali e gestione della crisi nei fondi comuni di investimento

Indice

Introduzione.....3

Capitolo I

Fondi comuni di investimento: il contesto normativo di riferimento

1. Le fonti europee e nazionali.....6
2. Attività riservata e ambito di operatività delle Sgr 11
3. Tipologie e caratteristiche dei fondi comuni.....18
4. Indirizzi e limiti delle politiche di investimento 22
5. Composizione del portafoglio e strategie di investimento.....26
6. Criteri di valutazione del fondo e calcolo del valore delle quote.....31

Capitolo II

Separazione patrimoniale e profili di responsabilità del gestore

1. Separazione e titolarità del patrimonio gestito.....35
2. Regole di condotta della Sgr 41
3. Profili di responsabilità del gestore.....45
4. Carenze organizzative e conflitti di interesse.....49
5. Sistemi di gestione dei rischi.....57
6. Regole di vigilanza informativa e ispettiva.....63

Capitolo III

Liquidazione ordinaria del fondo comune e crisi del gestore

1. Liquidazione ordinaria ed estinzione del fondo comune 67
2. Sopravvivenze e sopravvenienze alla liquidazione del fondo.....71
3. Conseguenze e interferenze tra crisi del patrimonio gestito e crisi del gestore 77

4. L'amministrazione straordinaria della Sgr.....82
5. La liquidazione coatta amministrativa della Sgr.....93

Capitolo IV

Crisi del fondo comune e liquidazione giudiziale del fondo

1. La procedura di liquidazione giudiziale del fondo: premesse.....100
2. Segue: liquidazione del fondo *ex* art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf.....101
3. Segue: liquidazione del fondo *ex* art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf.....103
3.1. La liquidazione giudiziale del comparto di un fondo comune....109
4. L'ammissibilità del fondo alla procedura di concordato preventivo .110
5. Strumenti stragiudiziali di composizione della crisi 113
6. Conclusioni 116

Bibliografia.....120

Giurisprudenza 126

Introduzione

La disciplina dei fondi comuni di investimento, come noto, ha subito nel corso degli anni una profonda trasformazione, soprattutto per effetto delle novità introdotte a livello europeo. La normativa sovranazionale, tuttavia, si occupa principalmente di regolare gli aspetti fisiologici dei fondi comuni, riservando agli Stati membri la competenza a disciplinare i profili patologici di tale fenomeno.

Al riguardo una delle riforme più importanti introdotte in ambito nazionale, è stata quella delineata dal D. Lgs. 16 aprile 2012, n. 47, il quale ha parzialmente colmato la lacuna normativa esistente nel nostro ordinamento in materia di crisi degli organismi di investimento collettivo del risparmio di tipo contrattuale. Il richiamato provvedimento, infatti, ha modificato tra l'altro le disposizioni contenute nella Parte II, Titolo IV, Capo II del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Tuf"), riguardanti la disciplina della crisi degli intermediari finanziari e dei fondi comuni di investimento.

In particolare, per effetto delle suddette modifiche normative, il legislatore ha introdotto una nuova procedura di stampo concorsuale (o sarebbe meglio dire "paraconcorsuale") che consente agli operatori del diritto di gestire meglio la crisi del fondo comune di investimento. Tale patrimonio, infatti – come si vedrà più diffusamente nel corso della trattazione –, in ragione del rapporto contrattuale esistente con il proprio gestore, può generare degli squilibri finanziari anche in capo a quest'ultimo, ove non anche determinarne, nei casi più gravi, l'insolvenza.

Nonostante l'ovvietà di una simile affermazione, prima del 2012 il Tuf si limitava a considerare i soli effetti della crisi della società di gestione, senza invece considerare le ipotesi di incapienza o di insolvenza del fondo comune. Oggi invece, l'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf stabilisce che qualora il patrimonio comune non sia sufficiente a soddisfare le obbligazioni contratte nel suo interesse (e non vi siano ragionevoli prospettive che tale situazione

possa essere superata) i suoi creditori o la società di gestione possano richiederne la liquidazione giudiziale.

Volendo prescindere dalle questioni riguardanti i "margini di irresponsabilità" che possono crearsi per effetto di una disciplina normativa incompleta (quale è quella contenuta nel Tuf), le novità introdotte dalla riforma – pur avendo dato adito a complesse questioni interpretative, invero non sempre ritenute insuperabili (se non nel limite della speculazione teorica) – impongono ancora una volta di affrontare, seppur incidentalmente, il tema della natura giuridica dei fondi comuni, posto che – secondo alcuni – soltanto riconoscendo la soggettività giuridica a tali patrimoni sarebbe possibile applicare taluni istituti funzionali al superamento o alla gestione della loro crisi.

Al fine di dare una risposta al suddetto interrogativo – seppur nel limite in cui ciò sia funzionale al tema di indagine – il presente lavoro si propone di offrire una rappresentazione organica della normativa di riferimento, dando conto soprattutto del dibattito dottrinale e giurisprudenziale in materia di incapienza dei fondi comuni di investimento.

Il richiamato dibattito, a parere di scrive, si è tuttavia spesso limitato a considerare i fondi comuni di investimento come una fattispecie unitaria, senza tener conto delle fisiologiche differenze esistenti tra fondi comuni mobiliari e fondi comuni immobiliari. Nel trattare la disciplina della loro crisi, invece, emerge chiaramente la loro ontologica diversità, posto che la crisi dei primi – in ragione della loro prospettiva liquidatoria – avrà una dimensione eminentemente patrimoniale, mentre quella dei secondi – esercitando questi ultimi una vera e propria attività imprenditoriale che considera un orizzonte temporale significativo – avrà una dimensione finanziaria che impone di essere valutata in termini di "insolvenza".

Ad ogni modo, come si vedrà meglio all'esito dell'indagine, la mancata espressa presa di posizione in ordine alla *vexata quaestio* concernente la soggettività giuridica dei fondi comuni è motivata dalla constatazione che

anche nel nostro ordinamento è in corso un processo di oggettivazione delle procedure concorsuali che, da un lato, tende a dare maggiore rilievo ai profili oggettivi della crisi d'impresa e, dall'altro, a considerare prioritari non soltanto gli interessi dei creditori terzi, ma anche quelli degli altri soggetti coinvolti a vario titolo nel processo di gestione del risparmio quali, *in primis*, i partecipanti ai fondi comuni.

Questa tendenza sembra confermata proprio dall'introduzione dell'art. 57, comma 6-*bis* del Tuf, il quale ha reso applicabile al fondo comune di investimento la disciplina della crisi, indipendentemente da quella – possibile, ma comunque eventuale – della società di gestione.

Capitolo I

Fondi comuni di investimento: il contesto normativo di riferimento

SOMMARIO: 1. Le fonti europee e nazionali - 2. Attività riservata e ambito di operatività delle Sgr - 3. Tipologie e caratteristiche dei fondi comuni - 4. Indirizzi e limiti delle politiche di investimento - 5. Composizione del portafoglio e strategie di investimento - 6. Criteri di valutazione del fondo e calcolo del valore delle quote.

1. Le fonti europee e nazionali

Nell'ambito dell'attività di intermediazione finanziaria, accanto ai servizi e alle attività di investimento, il legislatore disciplina la gestione collettiva del risparmio. Tale servizio consiste nella gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio ("Oicr") il cui patrimonio, raccolto tra una pluralità di investitori, è gestito in monte nell'interesse degli stessi investitori, ancorché in autonomia da questi ultimi.

Più precisamente l'art. 1, comma 1, lettera n) del Tuf identifica la gestione collettiva del risparmio «*nel servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi*», mentre l'art. 1, comma 1, lettera k), del Tuf qualifica l'Oicr come «*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*»[1].

[1] Da tale definizione si ricava che il patrimonio di un Oicr è «*raccolto tra una pluralità di investitori*» mediante «*l'emissione e l'offerta di quote o azioni*», essendo invece irrilevante il numero e le caratteristiche dei clienti cui il gestore si rivolge.

L'art. 1, comma 1, lettera j), del Tuf definisce invece il fondo comune di investimento – che come noto costituisce il modello contrattuale di Oicr[2] – come l'organismo di investimento collettivo del risparmio «*costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*»[3].

Il fondo comune di investimento, in altre parole, è un patrimonio autonomo[4], amministrato da una Società di gestione del risparmio ("Sgr"), che investe quanto raccolto sulla base di una politica di investimento predeterminata.

La disciplina della gestione collettiva del risparmio – introdotta in Italia con la L. 23 marzo 1983, n. 77 – ha subìto nel corso degli anni una profonda

---

[2] Secondo L. SEMINARA, *Nota a Tribunale Milano, 11 maggio 2015*, in *Giur. comm.*, 2016, V, p. 1115, dovrebbe essere riconsiderata la tradizionale distinzione tra attività di gestione collettiva del risparmio svolta in forma "societaria" e in forma "contrattuale". L'Autore, infatti riconosce ad entrambi i fenomeni «*una comune "radice" organizzativa, seppur diversamente declinata. In questa luce, nell'analisi della disciplina dei fondi comuni, sembra, allora, da prediligersi un approccio esegetico che evidenzi la marcata specialità dell'istituto sia per quanto concerne l'imputazione dei beni in cui il risparmio dei partecipanti è investito, sia in relazione alla struttura della gestione e, conseguentemente, al sistema della responsabilità per la gestione del fondo*».

[3] Secondo quanto osservato dal Comitato Europeo per il rischio sistemico nella Raccomandazione del 7 dicembre 2017 (CERS/2017/6), relativa al rischio di liquidità e di leva finanziaria nei fondi di investimento, il settore dei fondi comuni «*è cresciuto notevolmente nello scorso decennio, sia nell'Unione che nel mondo, e di conseguenza i fondi di investimento rappresentano complessivamente una componente maggiore dei mercati finanziari. Si attende un ulteriore incremento del ruolo dei fondi di investimento nell'intermediazione finanziaria in un contesto di bassi tassi di interesse e vincoli di bilancio nel settore bancario, combinato con le modifiche derivanti dall'evoluzione dell'Unione dei mercati dei capitali*».

[4] La separazione patrimoniale esistente tra Sgr e fondo comune è confermata dal fatto che la prima, in aggiunta alle scritture contabili che devono essere redatte dalle società commerciali ai sensi degli artt. 2214 e ss. del cod. civ., è tenuta anche a redigere: *(i)* il libro giornale del fondo comune nel quale devono essere annotate, giorno per giorno, le operazioni relative alla gestione del fondo e le operazioni di emissione e di rimborso delle quote o delle azioni; *(ii)* la relazione annuale da mettere a disposizione degli investitori entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio o nel minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi; *(iii)* la relazione semestrale relativa ai primi sei mesi di ogni esercizio, da mettere a disposizione degli investitori entro due mesi dalla fine del periodo di riferimento; *(iv)* un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo, con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote (cfr. l'art. 2 del Decreto 5 marzo 2015, n. 30, con specifico riferimento agli Oicvm italiani. Per i fondi alternativi aperti, invece, sono previste disposizioni analoghe dall'art. 3 del medesimo provvedimento).

trasformazione, anzitutto (e soprattutto) per effetto delle novità introdotte dalla normativa europea.

Invero le prime disposizioni comunitarie risalgono al 1985, quando è stata adottata la Direttiva 1985/611/CEE[5] ("Direttiva Ucits I"[6]), concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("Oicvm")[7].

Tale direttiva, in primo luogo, ha cercato di arginare le perturbazioni delle condizioni di concorrenza del mercato create dalle divergenti disposizioni nazionali relativamente agli obblighi e ai controlli gravanti sugli Oicvm. Si ritenne opportuno, pertanto, ravvicinare sul piano comunitario le condizioni di concorrenza di questi organismi e attuare una tutela più efficace e uniforme dei partecipanti, anche al fine di facilitare l'accesso agli Oicvm negli Stati membri diversi da quello di provenienza.

Per raggiungere tali obiettivi sono state introdotte norme minime comuni circa l'autorizzazione, il controllo, la struttura, le attività e le informazioni che sono tenuti a pubblicare gli Oicvm.

In ambito nazionale, invece, una prima ancorché frammentaria disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio, era stata introdotta già a partire dalla richiamata L. n. 77/1983: l'art. 1 di tale provvedimento regolava infatti

---

[5] Tale direttiva è stata recepita in Italia con tre distinti provvedimenti: *(i)* il D. Lgs. 25 gennaio 1992, n. 83 che ha modificato la legge istitutiva dei fondi comuni di investimento (L. n. 77/83), *(ii)* il D. Lgs. 25 gennaio 1992, n. 84 che ha introdotto nel diritto nazionale le società d'investimento a capitale variabile (Sicav), e *(iii)* il D. Lgs. 27 gennaio 1992, n. 86 che ha regolamentato i fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso.

[6] Acronimo di *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*.

[7] In questa fase si decise di limitare il coordinamento delle legislazioni nazionali agli organismi di investimento collettivo aperto che avessero come unico obiettivo l'investimento in valori mobiliari (intesi essenzialmente quali valori mobiliari quotati in borsa o su analoghi mercati regolamentati). In altre parole, gli Oicvm sono quegli organismi il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in attività finanziarie liquide, il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi e le cui quote o azioni sono, su richiesta dei detentori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a valere sul patrimonio degli organismi stessi. Si veda al riguardo il Considerando n. 6 alla Direttiva Ucits I.

l'autorizzazione all'istituzione dei fondi comuni mobiliari aperti, rilasciata in favore di apposite società per azioni dal Ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia.

A seguito della sottoscrizione del Trattato di Maastricht nel 1992, il processo di convergenza comunitario in materia di fondi comuni di investimento ha subìto una forte accelerazione. Per effetto della L. 14 agosto 1993, n. 344 è stata infatti introdotta in Italia la possibilità di istituire fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, mentre la successiva L. 25 gennaio 1994, n. 86 ha riconosciuto la possibilità di istituire fondi comuni di investimento di tipo immobiliare.

Soltanto con l'approvazione del Tuf, tuttavia, la disciplina della gestione collettiva del risparmio ha subìto una profonda trasformazione e razionalizzazione. Tale provvedimento, infatti, ha consentito agli intermediari nazionali di diversificare e arricchire le tipologie dei prodotti finanziari offerti e di conseguire assetti organizzativi maggiormente efficienti.

Inoltre, il legislatore italiano ha previsto un modello di gestore unico che consente oggi alle Sgr di svolgere, al medesimo tempo, sia il servizio di gestione collettiva del risparmio, che il servizio di gestione individuale di portafogli[8].

In ambito europeo, invece, l'articolato processo di revisione della normativa in materia di Oicr[9] ha portato da ultimo all'adozione da parte del

---

[8] Ed infatti, il provvedimento di autorizzazione – non più rilasciato dal Ministero del Tesoro, bensì dalla Banca d'Italia, sentita la Consob – autorizza oggi le Sgr non soltanto ad istituire un fondo comune, ma altresì ad esercitare il servizio di gestione collettiva del risparmio.

[9] L'emergere di talune criticità derivanti dall'applicazione della Direttiva Ucits I e (soprattutto) lo sviluppo di nuovi organismi di investimento, ha portato all'adozione delle Direttive 2001/107/CE ("Direttiva Gestore") e 2001/108/CE ("Direttiva Prospetto") (note congiuntamente come "Direttive Ucits III"). Il 13 luglio 2009 è stata poi adottata la Direttiva 2009/65/UE ("Direttiva Ucits IV"), la quale – mediante la tecnica della c.d. rifusione – ha abrogato la Direttiva Ucits I, introducendo contestualmente disposizioni volte a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito. La Direttiva Ucits IV fa parte di un *corpus* di provvedimenti più ampio che comprende anche *(i)* due direttive di secondo livello (la Direttiva 2010/42/UE sulla fusioni di fondi, sulla strutture *master-feeder* e sulla procedura di notifica e la Direttiva 2010/43/UE sui requisiti organizzativi, sui conflitti di interesse, sulle regole di condotta, sulla gestione del rischio e sul contenuto dell'accordo

Parlamento europeo e del Consiglio della Direttiva 2014/91/UE ("Direttiva Ucits V")[10].

Le novità introdotte da tale provvedimento sono state in larga parte condizionate dalle disposizioni della Direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi alternativi ("Direttiva Aifm")[11], con la quale sono state introdotte regole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi rispetto a quelli rientranti nel perimetro di applicazione delle precedenti Direttive Ucits[12].

La suddetta Direttiva, nonché il successivo Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 ("Regolamento 231"), hanno di fatto colmato una lacuna della disciplina europea del mercato dei capitali, la quale si era occupata sino ad allora dei soli organismi di investimento collettivo di tipo aperto rientranti nelle definizioni di cui alla Direttiva Ucits, ma non anche dei fondi di investimento alternativi ("Fia")[13].

---

tra il depositario e la società di gestione), nonché *(ii)* due regolamenti direttamente applicabili nell'ordinamento italiano: il Regolamento 2010/583/UE sulle informazioni chiave per gli investitori e le condizioni per la presentazione di tali informazioni o del prospetto su un supporto durevole diverso dalla carta o tramite un sito *web* e il Regolamento 2010/584/UE sulla forma e il contenuto del modello *standard* della lettera di notifica e dell'attestato Oicvm, sull'utilizzo dei mezzi elettronici per le comunicazioni tra le autorità competenti ai fini della notifica, nonché sulle procedure per le verifiche sul posto e le indagini e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti.

[10] Alla Direttiva Ucits V ha fatto séguito l'emanazione, da parte della Commissione europea, del Regolamento delegato (UE) 2016/438 del 17 dicembre 2015 che integra la Direttiva Ucits IV con riferimento agli obblighi dei depositari.

[11] Tale provvedimento è il risultato della volontà politica del G20 di introdurre un maggiore controllo regolamentare sul rischio sistemico derivante dalle attività dei soggetti che operano nel settore dei fondi di investimento alternativi rispetto quelli disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE.

[12] Tali fondi sono definiti come «*organismi di investimento collettivo* [...] *che: i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE*». Essi sono solitamente riconducibili a fondi di *private equity*, *venture capital*, *hedge funds* e fondi immobiliari.

[13] L'attuazione della Direttiva Aifm ha comportato una revisione delle definizioni di cui all'art. 1 del Tuf: in particolare, gli "Oicr alternativi italiani" (ossia i Fia) sono stati inclusi nell'ambito degli "Oicr italiani" unitamente agli Oicvm, mentre il concetto di "gestore" è stato ampliato per ricomprendere tutte le società (italiane, UE e non UE) autorizzate a gestire sia Oicvm che Fia.

La Direttiva Aifm, nell'intento di garantire un maggior livello di trasparenza all'interno del mercato dei Fia – spesso criticato per la sua opacità nei confronti di *stakeholder* e investitori – ha introdotto un meccanismo che consente ai gestori dei Fia autorizzati dall'autorità competente dello Stato membro d'origine ("Gefia"), di gestire e/o commercializzare liberamente Fia a investitori professionali all'interno dell'Unione.

Nonostante il lavoro di razionalizzazione svolto dal legislatore europeo, il recepimento della Direttiva Aifm[14] ha posto – e continua a porre – rilevanti problemi interpretativi, posto che, a differenza della Direttiva Ucits, non disciplina direttamente gli Oicr, ma esclusivamente i gestori degli stessi, rimanendo in capo ai singoli Stati membri la regolamentazione dei Fia stabiliti nel territorio nazionale[15].

Ne riemerge un sistema delle fonti particolarmente articolato e complesso, in cui è possibile individuare differenti e sovrapposti livelli di regolamentazione, tanto a livello europeo, quanto a livello nazionale.

2. Attività riservata e ambito di operatività delle Sgr

L'art. 32-*quater* del Tuf riserva l'esercizio professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono Oicvm italiani e ai Gefia UE che gestiscono un Fia italiano[16].

---

[14] In Italia l'attuazione della Direttiva Aifm – avvenuta con il D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44 – non ha comportato un'estensione del perimetro del settore del risparmio gestito soggetto a regolamentazione. Le forme di investimento riconducibili alla struttura dei fondi alternativi, infatti, erano già da tempo disciplinate e soggette a forme di vigilanza comparabili a quelle dei fondi armonizzati. Il Tuf, infatti, ancor prima delle modifiche introdotte per effetto del recepimento della Direttiva Aifm, già prevedeva una disciplina di base unitaria tanto per gli Oicr operanti nel settore armonizzato, quanto per quelli c.d. alternativi. Cfr. in argomento 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, II-III, p. 387.

[15] Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, p. 208.

[16] Tale riserva è presidiata dalla sanzione penale di cui all'art. 166, comma 1, lettera a), del Tuf, secondo cui «è *punito con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro*

Tale servizio è svolto con carattere di professionalità[17] ed è organizzato per essere esercitato nei confronti di un numero indeterminato di soggetti in maniera stabile, regolare e sistematica[18].

Con specifico riguardo alle Sgr, l'art. 33, comma 1, del Tuf stabilisce, in primo luogo, che tali società gestiscono il patrimonio e i rischi degli Oicr e che amministrano e commercializzano gli Oicr gestiti.

L'art. 33, comma 2, del Tuf dispone inoltre che le Sgr possano prestare il servizio di gestione di portafogli, istituire e gestire fondi pensione, svolgere le attività connesse e strumentali, prestare il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari limitatamente alle quote di Oicr di propria istituzione, prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti, commercializzare quote o azioni di Oicr gestiti da terzi, nonché prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di Fia.

---

quattromila a euro diecimila chiunque, senza esservi abilitato ai sensi del presente decreto: a) svolge servizi o attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio […]»

[17] Secondo P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, II-III, p. 449 ss., il carattere della professionalità dovrebbe caratterizzare anche «*l'attività di "istituzione" dell'Oicr che continua invece ad essere esplicitamente richiamata come qualificante dell'attività di gestione collettiva del risparmio, a fianco della vera e propria "gestione" (come si evince dalla definizione stessa di Oicr e, ulteriormente, dalla definizione di fondo comune di investimento)*». L'Autore, infatti, ritiene che «*qualora tale elemento manchi del tutto – non essendo, pertanto, rinvenibile alcuna attività organizzativa/istitutiva in capo al soggetto "gestore" – e si assista ad un mero affidamento gestorio ad esso di patrimoni – pur da parte di una pluralità di soggetti tra loro in qualche modo collegati, al di fuori però di uno specifico contesto organizzativo promosso e istituito in relazione a quella modalità gestoria "in monte" – sarebbe allora dubbia la configurabilità di un fenomeno di gestione collettiva, potendosi descrivere, forse più correttamente, una pluralità di gestioni individuali pur tra loro in qualche modo connesse e collegate. Tale elemento istitutivo/organizzativo deve ritenersi invece immancabilmente e inevitabilmente riscontrabile in ogni modello gestorio di tipo societario (Sicav o Sicaf) nonché, ragionevolmente, in quelli che si avvalgono del* trust».

[18] Nulla esclude, tuttavia, che il servizio in parola non possa costituire l'attività principale della società di gestione, ben potendo configurarsi anche come attività secondaria. Sul tema cfr. M. LUPI, *Art. 18*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, p. 310.

Con riferimento alle richiamate disposizioni, è opportuno segnalare che esse sono state modificate in occasione del recepimento della Direttiva Aifm[19].

Per effetto di tali modifiche l'ambito di operatività delle Sgr è stato notevolmente ampliato, in quanto è stata riconosciuta loro la possibilità di prestare anche i richiamati servizi di investimento (quelli di cui all'art. 1, comma 5, lettera d) ed f), del Tuf), altrimenti riservati alle banche, alle Sim e alle imprese d'investimento comunitarie (artt. 18, comma 2, e 33, comma 2, del Tuf).

Peraltro, le novità introdotte dalla Direttiva Aifm non si sono limitate a dettare disposizioni in materia di risparmio gestito, ma hanno di fatto meglio definito i confini che separano la gestione collettiva del risparmio (concepita come servizio soggetto ad autorizzazione e sottoposto a vigilanza), dall'ordinaria attività di investimento (liberamente esercitabile in base alle norme di diritto comune, salvo che venga svolta professionalmente nei confronti del pubblico quale servizio di investimento riservato)[20].

Ciò ha comportato un ampliamento della riserva di attività collegata alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, coerentemente con la scelta, assunta a livello europeo, di disciplinare l'attività dei gestori indipendentemente dalla loro forma giuridica.

---

[19] Come segnalato da P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, cit., p. 449, nota 1, le richiamate modifiche al Tuf, benché non funzionali all'attuazione della Direttiva Aifm, sono state effettuate in attuazione di quanto previsto dalla Legge Delega 6 agosto 2013, n. 96 la quale delegava il legislatore a «*ridefinire, secondo i criteri sopra indicati, anche la disciplina degli Oicr diversi dai fondi comuni di investimento e il regime delle riserve di attività per la gestione collettiva del risparmio, in modo da garantire il corretto e integrale recepimento della direttiva*» (art. 12, lettera n).

[20] In considerazione delle caratteristiche che connotano un investimento di natura finanziaria rispetto ad un investimento effettuato nell'ambito di un'attività imprenditoriale, l'interprete è tenuto a verificare se l'acquisto di azioni emesse da una società di investimenti costituisca una forma di impiego del risparmio ovvero una semplice partecipazione ad un'attività di impresa. Si veda in proposito quanto più dettagliatamente rilevato *infra*.

In termini generali, la gestione collettiva del risparmio si caratterizza per la sussistenza di tre elementi tra loro connessi: *(i)* la gestione di un patrimonio[21]; *(ii)* la gestione dei rischi connessi a tale patrimonio[22]; e *(iii)* il carattere collettivo dell'attività di gestione[23].

La finalità principale del servizio di gestione collettiva, invece, è quella di valorizzare il patrimonio raccolto dalla Sgr[24], mediante il compimento di atti volti a conseguire un rendimento per i soggetti che hanno aderito al fondo. A tal fine il gestore è tenuto a valutare i rischi delle proprie scelte di investimento, nonché la coerenza di tali scelte con gli obiettivi della gestione e con i limiti prudenziali previsti dalla normativa di settore e dal regolamento di gestione del fondo.

Ad ogni modo, per meglio comprendere l'attuale ambito di operatività del servizio di gestione collettiva del risparmio[25] (e dunque l'estensione della

---

[21] Cfr. Capitolo I, § 5.

[22] Cfr. Capitolo I, § 4.

[23] Tale elemento pare coincidere con la circostanza che il gestore svolga la propria prestazione nell'interesse comune di più soggetti e dunque in maniera standardizzata e spersonalizzata, senza che possa assumere alcun rilievo il profilo personale di ciascuno di essi. Cfr. al riguardo F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 457 e V. TROIANO, *Art. 37*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, p. 573.

[24] Con riferimento alle modalità di raccolta del risparmio, considerando che la definizione di Oicr adottata oggi dal Tuf non richiede che la raccolta sia rivolta nei confronti del pubblico, sembrerebbe sufficiente che essa avvenga tra una pluralità di investitori, a prescindere dalle concrete modalità di contatto con essi. Al riguardo è opportuno segnalare che nella disciplina previgente – benché soltanto nella definizione di Sicav era espressamente richiesto che la raccolta del risparmio dovesse avvenire mediante offerta al pubblico di azioni – si riteneva che la pubblicità della raccolta fosse un elemento qualificante la gestione collettiva del risparmio. Il perimetro della riserva si riteneva pertanto limitato a quelle situazioni che prevedessero o presupponessero una raccolta nei confronti del pubblico del risparmio. Al riguardo si veda G. ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in P.G. JAEGER - P. CASELLA (a cura di), *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984, p. 15. Con specifico riferimento alla definizione di "pubblico" nel settore dei mercati finanziari si rinvia invece a M. CERA, *Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 222, S. COTTERLI, *La disciplina degli intermediari finanziari nella legge n. 197 del 5 luglio 1991*, in *Banca impresa soc.*, 1992, p. 281, nonché M. LUPI, *Art. 18*, cit., p. 312.

[25] Sempre P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, cit., p. 449, ricorda come prima dell'emanazione di una disciplina unitaria in materia di esercizio professionale del servizio di gestione collettiva del

riserva) è necessario considerare anche la richiamata definizione di Oicr fornita dal Tuf all'art. 1, comma 1, lettera k)[26], nonché quella di fondo (alternativo) prevista dalla Direttiva Aifm, che considera tali «*gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE*».

A tal proposito l'Esma, nei suoi "*Orientamenti sui concetti chiave della direttiva Gefia*" ("Orientamenti"), ha chiarito che le caratteristiche peculiari degli Oicr sono, in particolare, *(i)* l'assenza di uno scopo commerciale o industriale, *(ii)* il fine di generare un rendimento aggregato per gli investitori e *(iii)* l'assenza di un controllo su base giornaliera da parte dei detentori di quote o degli azionisti dell'organismo.

Con riferimento alla nozione di scopo commerciale, esso si declina nel perseguimento di una strategia imprenditoriale caratterizzata da elementi

---

risparmio «[i] *rapporti gestori di natura contrattuale di diritto comune,* [le] *relazioni su base fiduciaria, ovvero* [le] *società di investimento* […] *rappresenta*[vano] *gli schemi operativi utilizzati per la gestione collettiva del risparmio in uno stato ancora embrionale di quell'industria; in particolare, le società di investimento erano né più né meno che comuni società per azioni a capitale fisso, quindi, che si caratterizzavano esclusivamente per l'attività svolta consistente, appunto, nell'utilizzo dei capitali conferiti dai soci azionisti in operazioni di investimento e disinvestimento in (tipicamente) strumenti finanziari (partecipazioni), con una logica di ripartizione e diversificazione dei rischi e con una finalità prettamente finanziaria, in vista dell'ottenimento di un reddito operativo dai frutti di tali investimenti e dalle plusvalenze in sede di disinvestimento, con cui poi remunerare i capitali investiti*». Sul tema si veda anche B. LIBONATI, Holding *e* investment trust, Milano, 1960, p. 96 ss.; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 211; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato. di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia.*, Padova, 2003, XXIX, p. 154. Per una disamina storica e comparatistica del fenomeno della gestione collettiva prima dell'introduzione della L. n. 77/1983 si rinvia a G.P. SAVI, *Società finanziaria ("*holding*") e società di investimento ("*investment trust*")*, in *Noviss. Dig. It*, Torino, 1970, III.

[26] In molti hanno osservato che sarebbe stato più opportuno inserire la descrizione delle attività riservate nella definizione di gestione collettiva del risparmio, piuttosto che in quella di Oicr, la quale, invece, si sarebbe dovuta limitare ad indicare i soggetti autorizzati a svolgere l'attività riservata.

quali lo svolgimento in modo prevalente di un'attività commerciale, industriale o dall'esercizio congiunto delle suddette attività[27].

In altri termini, la connotazione finanziaria di un'attività di investimento – che dovrebbe caratterizzare l'operatività di un Oicr rispetto all'attività di investimento di un qualsiasi altro soggetto – si traduce nella compravendita di beni e nella gestione di attività finalizzate a generare un rendimento, senza offrire al mercato alcun prodotto o servizio quale risultato di un processo produttivo finalizzato, soltanto in via mediata, a produrre ricchezza[28].

L'attività di investimento di natura finanziaria, in altri termini, prescinde dallo svolgimento di un'attività di impresa e si riduce nella assunzione e gestione dei rischi da parte della Sgr, nel dichiarato scopo di generare un rendimento aggregato a beneficio dei partecipanti.

Con riferimento a quest'ultimo concetto, l'Autorità europea, nei medesimi Orientamenti, ha chiarito che il rendimento aggregato è «[…] *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*».

---

[27] Negli stessi termini il Regolamento sulla Gestione Collettiva, secondo cui «*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*». Tale provvedimento, chiarisce inoltre che, a titolo esemplificativo «*non rientrano nella riserva le joint venture e, in generale, tutti gli accordi tra imprese e altri soggetti, in qualsiasi forma conclusi (ad es., consorzi, associazioni in partecipazione) che abbiano ad oggetto la realizzazione di uno o più affari secondo un predeterminato progetto a carattere commerciale o industriale*».

[28] Secondo P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, VI, p. 1141, gli organismi di investimento collettivo del risparmio «*rappresentano per il risparmiatore un'opportunità di amministrazione professionale di una determinata porzione del patrimonio, ma questo "apporto" non è funzionale al finanziamento di un'ulteriore attività: quanto meno, non in via immediata e diretta, come accade nel diritto azionario (o, più in genere, societario) comune*».

Mentre l'Esma pone dunque l'accento sulla dimensione rischio-rendimento, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio [29] ("Regolamento sulla Gestione Collettiva") attribuisce maggiore rilevanza al coordinamento degli atti di gestione, i quali dovrebbero essere funzionali alla valorizzazione del patrimonio gestito ed essere «*unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento e disinvestimento dei ben*i» afferenti al patrimonio stesso[30].

Infine, con specifico riguardo al requisito dell'assenza di controllo, l'Esma ha chiarito che i partecipanti al fondo non possano avere alcun potere decisionale diretto e continuo su questioni operative attinenti alla gestione quotidiana delle attività degli organismi. La gestione del fondo, infatti, pur dovendosi svolgere nell'interesse degli investitori, deve sempre essere esercitata in via autonoma; ciò, del resto, è correlato alla natura collettiva della gestione della Sgr, la quale è tenuta a perseguire un interesse collettivo e diffuso senza alcuna possibilità di ingerenza da parte degli investitori.

Dalla definizione di Oicr formulata dal legislatore italiano e dall'interpretazione del concetto di fondo comune fornita dall'Esma, si può ricavare che il servizio di gestione collettiva del risparmio si traduce nella raccolta e gestione collettiva del risparmio di una pluralità di investitori[31], mediante la movimentazione del patrimonio raccolto per il tramite atti di

---

[29] Adottato dalla Banca d'Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015, così come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016.

[30] Cfr. titolo I, capo II, sezione II, paragrafo 1 del Regolamento sulla Gestione collettiva.

[31] Il Tuf qualifica i capitali raccolti in termini di "risparmio". Tuttavia, come registrato da P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, cit., p. 449, la portata descrittiva di questo elemento della fattispecie rischia di risultare evanescente, in quanto «[sconfina] *nell'area delle soggettive e imperscrutabili motivazioni che inducono i soggetti gestiti ad affidare parte del loro patrimonio al gestore: motivazioni essenzialmente finanziarie, di investimento, in vista di obiettivi di preservazione ovvero incremento della propria utilità patrimoniale, a seconda delle diverse esigenze personali e della diversa propensione soggettiva al rischio; di talché, tale elemento finisce inevitabilmente per essere dato come presupposto e implicito in ogni decisione di affidamento gestorio*».

investimento e disinvestimento funzionalmente preordinati a valorizzare (incrementandolo) il patrimonio gestito[32].

3. Tipologie e caratteristiche dei fondi comuni

Come detto, il fondo comune di investimento consiste in un patrimonio autonomo suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti, istituito e gestito da una Sgr iscritta in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. La suddetta società è tenuta ad approvare il regolamento del fondo[33], nel quale devono risultare, tra l'altro, la disciplina del rapporto di partecipazione, le modalità di funzionamento del fondo, nonché il nominativo di un intermediario presso il quale depositare i titoli e le disponibilità liquide del fondo.

Strutturalmente il fondo comune deve essere considerato un organismo patrimoniale autonomo, costituito da un complesso di beni (destinati fisiologicamente a mutare nel tempo) che i partecipanti utilizzano, tramite la sottoscrizione delle quote di partecipazione, per investire i propri risparmi.

L'apporto economico del singolo partecipante non rimane tuttavia separato da quello degli altri investitori, ma si confonde in un unico patrimonio indiviso, al quale partecipano *pro quota* tutti i partecipanti.

La nozione di fondo comune di investimento adottata dal Tuf (art. 1, comma 1, lettera j) non individua tuttavia le differenti tipologie di fondi che in concreto possono essere istituite. Il legislatore, infatti, si è limitato a dettare

---

[32] Ed è proprio in tal senso che la funzione di gestione (dinamica) del risparmio si distingue dall'amministrazione (statica) di un patrimonio, laddove la seconda si riduce alla mera esecuzione di atti conservativi e all'esercizio dei diritti connessi ai beni compresi nel patrimonio. A tale proposito si veda la risalente Comunicazione Consob n. 91007025 del 6 dicembre 1991 nella quale si definisce l'attività di gestione, in contrapposizione all'attività di amministrazione, come quella «*che si realizza attraverso il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dell'attività di investimento e disinvestimento in valori mobiliari*». In senso conforme anche le successive Comunicazioni Consob n. 92001325 del 28 febbraio 1992 e n. 94005134 del 23 maggio 1994.

[33] In considerazione di ciò i fondi comuni di investimento rappresentano una categoria di organismi di natura contrattuale, atteso che il rapporto tra investitore e gestore è regolato da un documento contrattuale (*i.e.* il regolamento di gestione del fondo).

nel Tuf i principi generali della materia, rimettendo ad un regolamento del Ministro dell'Economia e delle Finanze – emanato con Decreto 5 marzo 2015, n. 30 ("Regolamento Ministeriale") – la determinazione dei criteri generali con riferimento all'oggetto dell'investimento, alle categorie degli investitori cui è destinata l'offerta delle quote, nonché alle condizioni e alle modalità operative dei fondi[34].

Ad ogni modo i fondi comuni possono essere distinti in considerazione di differenti caratteristiche: in relazione alla loro conformità alla disciplina prevista dalle Direttive Ucits (si parla in tal caso – invero piuttosto anacronisticamente – di fondi armonizzati), alla forma aperta o chiusa che gli stessi possono assumere, alla tipologia di beni in cui possono investire (fondi azionari, obbligazionari, bilanciati, monetari, etc.), ovvero in considerazione della strategia di gestione adottata (fondi a gestione attiva o passiva).

Più in generale, il richiamato Regolamento Ministeriale distingue *(i)* gli Oicr italiani aperti, che comprendono gli Oicvm e i Fia aperti; *(ii)* gli Oicr italiani chiusi, di cui fanno parte i Fia chiusi e quelli immobiliari; *(iii)* gli Oicr italiani riservati e *(iv)* quelli garantiti.

In ogni caso, la principale distinzione tra fondi comuni di investimento è quella tra fondi aperti e fondi chiusi. Il criterio distintivo si può rintracciare nelle modalità con le quali il partecipante può liquidare il proprio investimento.

Qualora partecipi ad un fondo chiuso, l'investitore potrà infatti chiedere il riscatto della quota soltanto a scadenze predeterminate; nel caso in cui invece abbia aderito ad un fondo aperto, il partecipante potrà chiedere in ogni tempo il rimborso (totale o parziale) della quota, secondo le modalità e con la frequenza previste nel regolamento del fondo. In quest'ultimo caso i soggetti

[34] Ulteriori disposizioni riconoscono alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il potere di definire i princìpi generali con riferimento, tra l'altro, al contenuto minimo del regolamento del fondo, ad integrazione di quanto previsto dall'art. 39 del Tuf (cfr. art. 36, commi 3 e 7, del Tuf).

interessati all'adesione potranno sottoscrivere in ogni tempo le quote del fondo versando un importo in denaro (o, se lo prevede il regolamento del fondo, conferendo strumenti finanziari) di ammontare corrispondente al valore della partecipazione.

Il regolamento del fondo aperto, inoltre, deve prevedere che il rimborso del valore delle quote di partecipazione (da eseguirsi con periodicità almeno quindicinale per gli Oicvm e almeno annuale per i Fia[35]) avvenga mediante la liquidazione di una somma in danaro calcolata dividendo il valore corrente del patrimonio del fondo per il numero delle quote in circolazione alla data del rimborso, dedotte le eventuali spese a carico del sottoscrittore.

Come detto, nell'ambito degli Oicr aperti rientrano sia gli Oicvm – identificati dall'art. 1, comma 1, lettera m), del Tuf nel fondo comune di investimento e nella Sicav rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva Ucits IV – il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo in valori mobiliari dei capitali raccolti presso il pubblico, e sia i Fia aperti – ossia il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva Aifm – i quali hanno invece la possibilità di investire in differenti ed ulteriori tipologie di strumenti finanziari rispetto a quanto consentito agli altri fondi comuni[36].

La libertà di uscita garantita al partecipante di un fondo aperto impone al gestore di mantenere un adeguato margine di liquidità, così da poter soddisfare le improvvise richieste di rimborso degli investitori. Ciò comporta

---

[35] L'art. 9 del Regolamento Ministeriale precisa inoltre che «*nei casi eccezionali precisati dal regolamento o dallo statuto, il diritto al rimborso può essere sospeso dal gestore per un periodo non superiore ad un mese. Della sospensione il gestore informa tempestivamente la Banca d'Italia e la Consob. Nel caso di sospensione dei rimborsi delle quote di un OICVM italiano che commercializza dette quote in altri Stati membri dell'UE, il gestore informa della sospensione anche le autorità di vigilanza di tali Stati*».

[36] Cfr. Capitolo III, § 2.

che le risorse del fondo non possano essere investite in beni diversi dagli strumenti finanziari (quotati o non quotati) e dal denaro[37].

I fondi riservati, invece, sono una particolare categoria di Oicr, le cui quote non possono essere collocate, rivendute o rimborsate a soggetti diversi dagli investitori qualificati (ossia le imprese di investimento, gli agenti di cambio, le Sgr, le Sicav, i fondi pensione, le banche, le assicurazioni, le società finanziarie e gli atri soggetti iscritti negli elenchi di cui agli artt. 106 e 107 del Tub).

Tale limitazione è una conseguenza del fatto che i fondi riservati non sono soggetti alle norme previste per le altre categorie di Oicr in materia di contenimento del rischio e di protezione del risparmiatore. Ai fondi riservati, infatti, è riconosciuta un'ampia autonomia nella scelta dei beni sui quali investire e la possibilità di derogare alle norme prudenziali emanate dalla Banca d'Italia.

A prescindere dalle suddette differenze, i fondi comuni di investimento presentano alcune caratteristiche comuni. Essi sono infatti contraddistinti da una gestione collettiva (e dunque in monte) resa in forma spersonalizzata e secondo criteri standardizzati: ne consegue che le esigenze del singolo investitore – come già ricordato – non potranno essere valutate dal gestore, poiché l'interesse (unico) che deve essere perseguito è quello collettivo dei partecipanti al fondo.

In questa prospettiva gli investitori potranno godere del risultato della gestione in proporzione alla quota sottoscritta, sopportando nella medesima misura il rischio di un decremento del proprio investimento.

Da quanto sopra, emerge che la normativa primaria e secondaria in materia di fondi comuni di investimento si occupa prevalentemente di disciplinare gli aspetti formali inerenti alla partecipazione del fondo, piuttosto

[37] Differentemente dal caso in cui il patrimonio del fondo sia investito in beni illiquidi, qualora il capitale raccolto sia investito in beni liquidi, il rimborso potrà avvenire in qualsiasi momento.

che le caratteristiche delle quote e i diritti che le stesse attribuiscono.

4. Indirizzi e limiti delle politiche di investimento

Come già rilevato, l'attività di gestione collettiva del risparmio è condotta sulla base di una politica di investimento predeterminata attuata dal gestore in autonomia dai partecipanti degli Oicr, i quali possono comunque (e soltanto) esercitare i diritti riconosciuti loro in qualità di azionisti degli Oicr organizzati in forma societaria.

In considerazione di tali limitazioni è necessario che gli investitori affidino i loro risparmi ad un soggetto professionale soltanto dopo aver attentamente valutato la politica di investimento del fondo che rappresenta uno dei presupposti affinché un soggetto possa essere qualificato come Oicr.

La Direttiva Aifm richiama tale concetto nella definizione di Fia di cui all'art. 4, paragrafo 1, lettera a), ove è stabilito che tali organismi investono i capitali raccolti in conformità ad una «*politica di investimento definita*» a beneficio degli stessi investitori. Anche il Tuf, utilizzando una diversa aggettivazione, stabilisce all'art. 1, comma 1, lettera k) che gli Oicr devono operare in conformità ad una «*politica di investimento predeterminata*».

La formulazione utilizzata dal legislatore europeo e nazionale, nonché le indicazioni fornite dall'Esma nei propri Orientamenti, sollevano tuttavia diverse questioni interpretative[38].

In via preliminare occorre osservare che tanto il legislatore europeo quanto quello nazionale, non ritengono sufficiente, ai fini della configurazione di un Oicr, l'esistenza di una generica politica di investimento, ma considerano necessaria la presenza una politica di investimento circostanziata o comunque

[38] Cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 27 ss.

definita prima della (o, al più tardi, contestualmente alla) decisione degli investitori di aderire al fondo[39].

La circostanza che la politica di investimento sia predeterminata e dunque (tendenzialmente) rigida, non vuol dire tuttavia che la stessa non possa essere modificata[40].

Quanto alla forma, gli Orientamenti dell'Esma prevedono che la politica di investimento «[sia] *sancita in un documento che diventa parte o cui si fa riferimento nelle norme o nei documenti costitutivi dell'organismo*». Sebbene il tenore della suddetta formulazione lasci intendere che la politica di investimento debba essere formalizzata in un documento scritto, sembrerebbe preferibile ritenere che l'orientamento Esma risponda più ad esigenze di natura pratica, posto che, in tal modo, verrebbe agevolata la classificazione di fattispecie che altrimenti risulterebbero di incerta qualificazione.

In tal senso, la circostanza che la politica di investimento risulti formalizzata in un documento scritto degraderebbe a mero indice da cui poter desumere l'esistenza di un organismo di investimento collettivo del risparmio[41].

---

[39] Secondo una parte della dottrina «*il fatto che la politica di investimento debba essere stabilita prima del perfezionamento dell'operazione di investimento da parte dell'investitore fa sì che non saranno di per sé sussumibili nella nozione di OICR quegli schemi nei quali tale determinazione avvenga in una fase successiva, come potrebbe essere il caso di una società per azioni che modifichi, dopo la fase iniziale, il proprio oggetto sociale, muovendo da una formulazione generica della propria attività* […] *verso una formulazione più precisa, che contenga gli elementi richiesti dalla nozione generale di OICR*» (cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, cit., p. 28).

[40] Al riguardo il Regolamento sulla Gestione Collettiva stabilisce che nel caso di fondi comuni i cui regolamenti possano essere approvati in via generale, le relative modifiche sono approvate dalla Banca d'Italia in via generale, se riguardano oggetto, politica di investimento e altre caratteristiche nonché regime delle spese (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, §§ 3.1 e 3.3).

[41] Per contro, l'esistenza di una politica di investimento desumibile da circostanze di fatto, non escluderebbe di per sé che il soggetto che l'ha predisposta possa qualificarsi come Oicr. Al riguardo anche nel Regolamento sulla Gestione Collettiva, si premette che le indicazioni fornite in tema di riserva di attività «*non sono esaustive e, in ogni caso, l'assenza di una o più delle caratteristiche successivamente indicate non determina automaticamente l'esclusione dell'esistenza della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio*» (cfr. Titolo I, Capitolo II, Sezione II, § 1).

Inoltre, con riferimento all'esistenza di una politica di investimento rilevante ai fini della definizione di Oicr, la stessa Esma ha individuato alcuni elementi che, singolarmente o unitariamente considerati, lascerebbero far presumere l'esistenza di una politica di investimento predeterminata.

Secondo quanto chiarito dalla suddetta Autorità, infatti, affinché possa parlarsi di una politica di investimento predeterminata è necessario che la stessa *(i)* sia definita prima che gli investitori sottoscrivano una quota di partecipazione o di capitale, *(ii)* formi parte integrante, anche per rinvio, del regolamento o dello statuto dell'Oicr (nei termini di cui sopra), *(iii)* sia vincolante per il gestore, *(iv)* sia articolata in una serie di linee guida, con riferimento, fra l'altro, alle strategie, all'oggetto e ai limiti di investimento (inclusi i limiti di leva finanziaria[42] e i criteri di diversificazione dei rischi).

La predeterminazione della politica di investimento comporta altresì che la stessa sia utilizzata come parametro per valutare la correttezza e la coerenza dell'operato del gestore, anche in relazione al profilo di rischio/rendimento atteso del fondo.

Inoltre, con riferimento al contenuto minimo della politica di investimento, il Regolamento sulla Gestione Collettiva dispone che il gestore sia tenuto ad indicare almeno *(i)* le aree geografiche, le categorie di emittenti e i settori merceologici su cui intende investire, *(ii)* la composizione del portafoglio in termini di pesi massimi delle singole componenti, *(iii)* se e con quale finalità il fondo intenda operare in strumenti finanziari derivati, *(iv)* lo stile di

[42] Al fine di contenere i rischi legati all'utilizzo della leva finanziaria, le Direttive Ucits e Aifm prevedono norme volte a contenere l'aumento della leva finanziaria nei fondi comuni di investimento. Più in particolare, l'art. 51, § 3, della Direttiva Ucits IV stabilisce un limite di investimento sull'esposizione degli Oicvm agli strumenti derivati, mentre l'art. 83, § 2, lettera a), del medesimo provvedimento prevede un tetto massimo temporaneo ai prestiti del 10 per cento. L'art. 25, § 3, della Direttiva Aifm, invece, permette alle autorità nazionali competenti di imporre limiti di leva finanziaria o altre restrizioni sulla gestione dei Fia. Inoltre, l'art. 25, paragrafo 7, della medesima direttiva riconosce all'Esma il potere di determinare se la leva finanziaria utilizzata da un Gefia o da un gruppo di Gefia, possa generare un rischio considerevole per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, nonché la possibilità di fornire consulenza alle autorità nazionali competenti circa i provvedimenti correttivi da intraprendere, inclusi i limiti al livello della leva finanziaria.

gestione e le tecniche di investimento, nonché *(v)* ogni altro elemento richiesto dal Titolo V, Capitolo I, Sezione II, § 3.1.2[43].

La presenza di tali elementi costituisce tuttavia un semplice indizio dell'esistente di una politica di investimento predeterminata. Affinché essa possa ritenersi configurata è tuttavia sufficiente la presenza di una strategia di investimento caratterizzata dall'attitudine al frazionamento del rischio: tale aspetto rappresenta infatti il vero elemento che differenzia una politica di investimento predeterminata da un comune programma strategico adottato da una società di diritto comune.

Si osservi inoltre che il contenuto della politica di investimento è di per sé idoneo ad influenzare la natura stessa del fondo, giacché l'adozione di una determinata strategia di investimento implica, in determinati casi, che tale organismo debba necessariamente assumere forma aperta o chiusa.

La circostanza per cui nei fondi aperti gli investitori possano richiedere in qualsiasi momento il rimborso della quota espone infatti tali organismi al rischio di liquidità e obbliga dunque tali soggetti ad investire prevalentemente in beni facilmente liquidabili[44].

---

[43] Più nello specifico il Regolamento sulla Gestione Collettiva dispone che il regolamento di gestione del fondo deve quantomeno indicare: *(i)* le aree geografiche/mercati, le categorie di emittenti, i settori merceologici, le tipologie di imprese e la valuta di denominazione degli strumenti finanziari o dei beni; *(ii)* la composizione del portafoglio in termini di pesi massimi delle singole componenti (titoli rappresentativi del capitale di rischio, di debito, depositi bancari, etc.), indicando la percentuale massima rispetto all'attivo che dette componenti possono raggiungere; *(iii)* se e con quale finalità il fondo intende operare in strumenti finanziari derivati; *(iv)* lo stile di gestione e le tecniche di investimento (es.: metodi di tipo quantitativo, analisi fondamentale); *(v)* ogni altro fattore rilevante nella definizione degli investimenti (es.: *duration*, criteri di valutazione del merito di credito dell'attività degli Oicr); *(vi)* gli eventuali vincoli di selezione degli investimenti sulla base di criteri etici o di finanza sostenibile; *(vii)* nel caso di "fondi a capitale protetto" o di "fondi garantiti", le caratteristiche del prodotto e i termini della "protezione del capitale" o della "garanzia"; *(vii)* se rilevante, il livello massimo di leva finanziaria che l'Oicr può assumere in rapporto al valore complessivo netto e le modalità con le quali tale leva è creata. Il regolamento deve inoltre indicare se il gestore, in presenza di specifiche situazioni congiunturali, possa adottare scelte anche diverse da quelle ordinariamente previste, volte a tutelare l'interesse dei partecipanti.

[44] Con specifico riferimento al rapporto tra liquidità delle attività dei fondi aperti e obbligo di rimborso, la richiamata Raccomandazione del Comitato Europeo per il rischio sistemico del 7 dicembre 2017 evidenzia come il loro disallineamento «[può] *comportare vendite forzate al fine di soddisfare le richieste di rimborso in periodi di stress di mercato. Tali*

Per contro, nei fondi chiusi, la circostanza che l'investitore possa richiedere il rimborso delle quote soltanto a scadenze determinate, comporta che alcune tipologie di fondi (quali, ad esempio, quelli che investono in strumenti finanziari per i quali non esiste un mercato ufficiale di riferimento), possano essere istituiti soltanto in forma chiusa.

5. Composizione del portafoglio e strategie di investimento

La strategia di investimento di una Sgr si traduce, in primo luogo, nella scelta della tipologia di beni sui quali investire il patrimonio del fondo. Il gestore, nello svolgimento dell'attività di investimento, è infatti tenuto a considerare la propensione al rischio del fondo e a calibrare il portafoglio tenendo conto dei rischi che possono influenzare gli investimenti, quali – tra gli altri – il rischio sistemico (associato alla variazione di fattori macroeconomici, quali PIL, inflazione e andamento dell'occupazione) e il rischio specifico (legato, invece, alla natura del singolo investimento).

Secondo quanto disposto dall'art. 4 del Regolamento Ministeriale, gli strumenti finanziari non sono gli unici beni nei quali il patrimonio del fondo può essere investito.

Il richiamato articolo precisa infatti che il patrimonio del fondo può essere investito in «*a) strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato; b) strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato; c) depositi bancari di denaro; d) beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi compresi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri; e) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr; f) altri*

---

vendite forzate potrebbero incidere negativamente sugli altri partecipanti ai mercati finanziari che detengono attività identiche o strettamente correlate».

beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale».

La scelta degli investimenti, tuttavia, non è rimessa alla sola discrezionalità del gestore. Essa è infatti limitata anche dalle disposizioni contenute nella normativa primaria e secondaria di settore, nonché dalle clausole del regolamento di gestione del fondo (e dunque dalla politica di investimento predeterminata).

Il patrimonio di ciascun Oicr, infatti, può essere investito nelle categorie di beni individuate dal Regolamento Ministeriale, purché ciò avvenga nel rispetto dei criteri, dei divieti e delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia.

Più nello specifico l'art. 6, comma 1, lettera c), nn. 1 e 2, del Tuf, attribuisce alla Banca d'Italia il compito di determinare i suddetti criteri limitatamente agli Oicr diversi dai Fia riservati[45]. Tale Autorità ha dato attuazione alle richiamate disposizioni con il Titolo V, Capitolo III del Regolamento sulla Gestione Collettiva, nel quale vengono individuate le attività su cui possono investire le varie tipologie di fondi[46].

Con specifico riferimento agli Oicvm, tale provvedimento stabilisce che i gestori di tali organismi, oltre a dover investire il proprio patrimonio in attività coerenti con la politica di investimento del fondo, siano tenuti ad investire in attività liquide la cui potenziale perdita massima sia limitata, di regola, al corrispettivo pagato.

---

[45] La medesima Autorità, inoltre, può prevedere anche per i fondi riservati a investitori professionali l'applicazione di limiti di leva finanziaria e di norme prudenziali per assicurare la stabilità e l'integrità del mercato finanziario.

[46] Il rispetto dei limiti di investimento dei fondi, tuttavia – pur dovendo essere assicurato in via continuativa – non pregiudica l'esercizio, da parte della Sgr, dei diritti di sottoscrizione derivanti dagli strumenti finanziari presenti in portafoglio. Ed infatti, nelle ipotesi in cui l'esercizio di tali diritti comporti il superamento dei limiti di investimento previsti dalla normativa di settore, l'esposizione deve essere riportata nei limiti stabiliti nel più breve tempo possibile. Analogo criterio andrà seguito nei casi di superamento dei limiti determinati da mutamenti del valore dei titoli in portafoglio in epoca successiva all'investimento ovvero da altri fatti non dipendenti dalla Sgr.

Per quanto attiene invece all'oggetto degli investimenti che possono essere effettuati dagli Oicvm, essi sono limitati, in primo luogo[47], ai valori mobiliari e agli strumenti del mercato monetario quotati[48], ovvero agli strumenti del mercato monetario non quotati, purché emessi o garantiti da soggetti qualificati [49]. In tutti questi casi i gestori sono tenuti a valutare preventivamente il grado di liquidità degli strumenti finanziari, tenendo altresì conto di fattori rilevanti quali volumi, frequenza ed entità degli scambi[50]. Il loro valore deve inoltre essere determinabile attraverso sistemi di valutazione affidabili e accurati[51].

Il Regolamento sulla Gestione Collettiva, inoltre, introduce divieti di carattere generale in ordine alle attività che possono essere compiute dagli Oicvm e stabilisce limiti alla concentrazione dei rischi con riferimento, tra

---

[47] Gli Oicvm possono investire, tuttavia, nelle altre attività richiamate dal Titolo V, Sezione II, § 1, lettere c) - n).

[48] La disposizione richiede infatti che *(i)* sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone l'esistenza di prezzi accurati, affidabili e regolari che siano prezzi di mercato o, in alternativa, prezzi espressi da sistemi di valutazione indipendenti dagli emittenti, che *(ii)* siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo e che *(iii)* siano negoziabili.

[49] Tali strumenti devono infatti essere emessi o garantiti da *(i)* un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una banca centrale di uno Stato membro dell'UE, dalla Banca centrale europea, dall'UE o dalla Banca europea per gli investimenti, da uno Stato del "Gruppo dei 10" (G-10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) o da un organismo pubblico internazionale al quale appartengono uno o più Stati membri dell'UE; *(ii)* da un'impresa i cui titoli sono quotati, ovvero *(iii)* da un istituto soggetto a vigilanza prudenziale di uno Stato dello Spazio economico europeo o di un paese del "Gruppo dei 10" (G-10) o classificato di qualità adeguata (*investment grade*) da almeno una agenzia di rating o soggetto a norme prudenziali applicabili equivalenti a quelle stabilite per i soggetti nazionali (cfr. Titolo V, Sezione II, art. 1, del Regolamento sulla Gestione Collettiva del risparmio).

[50] Oggetto di valutazione deve essere (oltre che il cespite in sé) anche la liquidabilità degli *asset*. L'art. 65 del Regolamento Intermediari prevede infatti che «*nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, i gestori:* [...] *c) acquisiscono 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*».

[51] Gli Oicvm possono inoltre investire in strumenti finanziari derivati quotati, parti di Oicvm e di Fia aperti non riservati, quote di Fia chiusi, depositi e indici finanziari, nel rispetto delle condizioni e secondo i limiti stabiliti dalla Banca d'Italia.

l'altro, agli investimenti effettuati in strumenti finanziari di uno stesso emittente e a quelli effettuati in depositi bancari[52].

Con specifico riguardo ai Fia aperti non riservati, invece, il Regolamento sulla Gestione Collettiva, stabilisce che trovino applicazione le medesime norme previste per gli Oicvm, salve le deroghe di cui al Titolo V, Sezione III del medesimo provvedimento, le quali sostanzialmente riconoscono a tali organismi una maggiore libertà operativa rispetto a quella degli Oicvm.

Ulteriori disposizioni sono previste poi con riguardo agli Oicr di mercato monetario, ai Fia chiusi non riservati a investitori professionali e ai Fia riservati[53].

Tra le scelte che maggiormente connotano la strategia di investimento di una Sgr – oltre alla tipologia dei beni sui quali investire – vi è sicuramente quella relativa alla tecnica di gestione del fondo. La scelta è solitamente limitata all'alternativa tra una gestione attiva e una gestione passiva, sebbene nella realtà operativa non manchino fondi a gestione ibrida.

Nel primo caso il gestore mira a conseguire un rendimento superiore rispetto a quello generale del mercato di riferimento. I fondi a gestione attiva, infatti, pur dovendo indicare un preciso *benchmark* di riferimento – necessario per valutare le *performance* del fondo – hanno l'obiettivo di effettuare scelte di investimento che si differenzino dagli indici di mercato, al fine di ottenere rendimenti maggiori rispetto a quelli di mercato.

La gestione attiva, infatti, si fonda sull'assunto che i mercati non siano completamente efficienti e pertanto, in determinati momenti, alcuni titoli sarebbero negoziati a prezzi non corrispondenti al loro effettivo valore intrinseco.

---

[52] Con riferimenti a tali ultimi limiti, ad esempio, la Banca d'Italia ha stabilito che gli Oicvm non possano investire più del 5 per cento delle attività in valori mobiliari o in strumenti del mercato monetario emessi dallo stesso emittente ovvero il 20 per cento delle attività in depositi presso la medesima banca.

[53] Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezioni IV, V e VI del Regolamento sulla Gestione Collettiva.

In tali situazioni, il gestore tenderà a sfruttare la presunta inefficienza del mercato – determinata, ad esempio, da una reazione degli operatori eccessivamente positiva o negativa alla diffusione di informazioni riguardanti gli emittenti quotati – al fine di ottenere rendimenti superiori alla media delle contrattazioni. Per tale ragione il gestore avrà maggiore libertà di scelta circa i pesi da attribuire alle varie attività su cui investire il patrimonio del fondo, conseguentemente la composizione del portafoglio cambierà, di volta in volta, in base all'andamento del mercato e alle prospettive di rendimento dei titoli.

La Sgr potrà poi, in concreto, gestire attivamente il fondo attuando differenti strategie operative: variando nel tempo l'esposizione del portafoglio rispetto ai diversi mercati di riferimento (*asset allocation*), selezionando le attività finanziarie in modo da creare un portafoglio in cui prevalgono le attività sottostimate dal mercato (*stock picking*) ovvero aumentando o diminuendo l'esposizione del portafoglio in base alle previsioni sull'andamento futuro dei prezzi (*market timing*).

Per contro, una strategia di gestione passiva tende solitamente a replicare l'andamento di un indice di mercato[54]. Il concetto di gestione passiva, infatti, si fonda sull'assunto che il prezzo di mercato costituisca la migliore stima del valore intrinseco dei titoli negoziati. La politica di investimento di una gestione passiva (o indicizzata) è pertanto influenzata esclusivamente dall'andamento del *benchmark* di riferimento. Nella sua applicazione più ortodossa tale gestione presuppone che ogni titolo incluso nell'indice di riferimento sia replicato, con lo stesso peso percentuale, anche nel portafoglio del fondo, in modo da garantire una perfetta corrispondenza dei rischi e dei rendimenti che caratterizzano l'indice[55].

---

[54] Tipica gestione istituzionalmente passiva è quella degli ETF (*Exchange Traded Fund*), fondi quotati il cui obiettivo principale è proprio quello di replicare un determinato *benchmark* di riferimento.

[55] Per tale ragione, una variazione della composizione del portafoglio potrà avvenire esclusivamente in conseguenza di una modifica avvenuta nella composizione dell'indice di riferimento (ad esempio perché una società che fa parte di esso ha cessato di operare).

Uno dei principali vantaggi della gestione passiva è il (tendenziale) minor numero di transazioni eseguite dal gestore in una unità di tempo. Questo riduce i costi di transazione, permettendo di minimizzare le commissioni richieste ai sottoscrittori. Di conseguenza, a parità di rendimento della gestione, la minore entità delle commissioni permetterebbe di avere una migliore *performance*.

6. Criteri di valutazione del fondo e calcolo del valore delle quote

Come più volte osservato, l'investitore è legato alla società di gestione da un rapporto contrattuale che si instaura con la sottoscrizione di una quota del fondo[56], rappresentata da certificati nominativi o al portatore[57], secondo quanto previsto dal regolamento di gestione. L'investitore, a fronte del proprio apporto, riceverà così una o più quote, le quali identificheranno l'entità del proprio investimento e la misura dei diritti derivanti dalla partecipazione sottoscritta[58].

Come noto, il principale obiettivo perseguito dal fondo consiste nel massimizzare il rendimento dei partecipanti, minimizzando i rischi (intesi come possibili perdite o mancati guadagni) connessi all'investimento.

In altre parole, per valutare la redditività di un fondo comune (e dunque l'incremento di valore delle quote) è necessario tener conto non soltanto del

---

[56] Le quote sono incluse nell'elenco degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lettera c), del Tuf.

[57] Come recentemente confermato dalla Corte di Cassazione «*i certificati nominativi di partecipazione ai fondi comuni di investimento, di cui all' art. 36, comma 5, d.lgs. n. 58 del 1998 posseggono la natura giuridica di titoli di credito, giacché incorporano il diritto alla prestazione e possono circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo, come è confermato dalla norma citata che ne prevede espressamente il carattere nominativo o al portatore, secondo caratteristiche tipiche anche dei titoli di credito, proprio in relazione alla loro funzione di libera circolabilità*» (Cass. 24 maggio 2019, n. 14325, in *CED Cassazione*, 2019).

[58] La sottoscrizione delle quote può avvenire con un unico versamento o con un versamento iniziale seguito da successivi versamenti di ammontare prestabilito. In ogni caso le caratteristiche dei certificati, i metodi di calcolo del valore delle quote e il valore unitario iniziale delle stesse sono stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, tenendo conto dell'esigenza di assicurare la loro portabilità (art. 36, comma 5, del Tuf).

rendimento atteso, ma altresì dei rischi che l'investimento può comportare.

In forza di tale meccanismo il valore delle quote – sebbene (anche) condizionato dall'andamento dei mercati e dalla capacità operativa del gestore – non si formerà direttamente sul mercato, ma sarà correlato al prezzo delle attività in cui è investito il fondo.

La determinazione di tale prezzo, tuttavia, dipenderà anche dall'accuratezza e dall'integrità degli indici di riferimento utilizzati dagli intermediari, i quali sono potenzialmente in grado di minare la fiducia del mercato, causare perdite agli investitori e distorcere l'economia reale[59].

Per tale ragione, a partire dal 1998 le Sgr italiane sono tenute a indicare, con riferimento a ciascun fondo gestito, un indice o un insieme di indici di riferimento, che consentano di identificare il profilo di rischio tipico del marcato di riferimento.

La presenza di un *benchmark* e il suo periodico confronto con le *performance* del fondo consentono inoltre al risparmiatore di valutare le capacità del gestore e al tempo stesso di verificare la corretta attuazione delle politiche di investimento stabilite nel regolamento di gestione[60].

---

[59] Cfr. il Considerando n. 1 al Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle Direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del Regolamento (UE) n. 596/2014. Più precisamente tale regolamento definisce il *benchmark* come «*un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario, o il valore di uno strumento finanziario, oppure un indice usato per misurare la performance di un fondo di investimento allo scopo di monitorare il rendimento di tale indice ovvero di definire l'allocazione delle attività di un portafoglio o di calcolare le commissioni legate alla performance*» (art. 3, comma 1, n. 3 del Regolamento (UE) 2016/1011). Si osservi inoltre che gli indici di riferimento sono anche utilizzati per la misurazione della *performance* di fondi di investimento o per calcolare gli oneri connessi alla *performance*.

[60] Da ultimo, con il D. Lgs. 13 febbraio 2019, n. 19 sono state introdotte nel nostro ordinamento le norme di adeguamento alle disposizioni del citato Regolamento (UE) 2016/1011. Poiché i regolamenti europei sono direttamente applicabili, il richiamato provvedimento nazionale si è limitato a disciplinare due aspetti rimessi alla potestà dei singoli Stati membri: l'individuazione dell'autorità nazionale competente per la vigilanza sul rispetto delle disposizioni contenute nel regolamento e l'attribuzione a tale autorità dei poteri di indagine e sanzionatori necessari per l'esercizio di tali funzioni.

Il sottostante e presupposto processo di valutazione dei beni presenti in portafoglio rappresenta pertanto una delle attività più rilevanti rimesse alla competenza del gestore. Per tale ragione ciascuna Sgr – alla quale è rimessa la determinazione dei criteri di valutazione dei beni, coerentemente con quanto stabilito dalla Banca d'Italia – sarà tenuta a dotarsi di politiche, procedure e risorse tecnico-professionali che assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio gestito, anche in considerazione della tipologia di beni nei quali è investito il fondo (art. 1.1, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del Regolamento sulla Gestione Collettiva)[61].

La Sgr, ferma restando la propria responsabilità, potrà comunque delegare a terzi la corretta valutazione delle attività del fondo, il calcolo del valore delle quote e la pubblicazione del relativo valore[62]. Il soggetto delegato sarà comunque tenuto a svolgere il proprio compito in modo imparziale, con la competenza, la cura e la diligenza necessarie per assicurare una corretta valutazione dei beni del fondo (art. 1.3, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del Regolamento sulla Gestione Collettiva).

---

[61] Il criterio di valutazione degli strumenti finanziari differisce a seconda che gli stessi siano o meno quotati su un mercato: nel primo caso il loro valore è determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione, nel secondo caso si farà invece riferimento al costo di acquisto, rettificato al fine di ricondurlo al presumibile valore di realizzo sul mercato (artt. 2.1 e 2.2, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del Regolamento sulla Gestione Collettiva). Per gli strumenti negoziati su più mercati, si fa invece riferimento al mercato dove si formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso e l'operatività svolta dal fondo.

[62] Ai sensi dell'art. 1.3, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II del Regolamento sulla Gestione Collettiva «*la SGR può delegare l'incarico a un soggetto che: i) sia una persona fisica o giuridica indipendente dal gestore e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il gestore; ii) offra adeguate garanzie professionali per poter esercitare in modo efficace la pertinente funzione di valutazione; iii) soddisfi condizioni analoghe a quelle indicate nell'art. 16, comma 7 del D.M. Inoltre, la SGR può delegare l'incarico al depositario di un OICR a condizione che il depositario, oltre a offrire adeguate garanzie professionali per esercitare in modo efficace la funzione di valutazione, abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di depositario dai compiti di valutazione dei beni del fondo e i potenziali conflitti di interessi siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori*».

Occorre infine rilevare che ciascuna Sgr è altresì tenuta ad indicare nel regolamento del fondo la periodicità di calcolo del valore della quota, specificando inoltre le fonti (quotidiani, siti internet, etc.) dalle quali è possibile ricavare tale valore. Quest'ultimo è inscindibilmente dipendente dal valore netto complessivo del fondo, il quale coincide con il valore delle attività che compongono il fondo ad una certa data di riferimento, dedotte le relative passività, e deve essere determinato quantomeno con la medesima periodicità prevista per il calcolo del valore delle quote[63].

[63] Ne consegue che il valore di una quota corrisponde al rapporto tra il valore netto del fondo ed il numero delle quote in cui lo stesso è suddiviso.

Capitolo II

Separazione patrimoniale e profili di responsabilità del gestore

SOMMARIO: 1. Separazione e titolarità del patrimonio gestito - 2. Regole di condotte delle Sgr - 3. Profili di responsabilità del gestore - 4. Carenze organizzative e conflitti di interesse - 5. Sistemi di gestione dei rischi - 6. Regole di vigilanza informativa e ispettiva.

1. Separazione e titolarità del patrimonio gestito

L'esame delle caratteristiche dei fondi comuni non può prescindere dall'analisi delle principali posizioni emerse nel tempo in relazione alla loro natura giuridica.

Con specifico riguardo alla qualificazione giuridica dei fondi, la disciplina contenuta nel Tuf sembrerebbe mantenere una posizione di prudente neutralità: le disposizioni legislative non chiariscono, tra l'altro, se il fondo comune sia dotato di soggettività giuridica o se lo stesso abbia autonoma capacità processuale.

Al riguardo, un primo e più risalente orientamento ritiene che il fondo comune costituisca una comunione di diritto comune a scopo di godimento (art. 2248 del cod. civ.)[64]. Secondo questa interpretazione il fondo comune verrebbe a costituire una *universitas* di beni distinta dalle sue singole componenti, sulla quale i partecipanti vanterebbero un diritto di proprietà: tra partecipanti e Sgr si instaurerebbe pertanto un rapporto di mandato, in forza del quale la Sgr sarebbe obbligata a gestire il fondo per conto proprio, ma nell'interesse dei partecipanti[65].

---

[64] Cfr., tra gli altri, T. ASCARELLI, *L'*investment trust, in *Banca borsa*, 1951, I, p. 178 e B. LIBONATI, Holding *e* investment trust, cit., p. 657. Nello stesso senso anche G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di Legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1194.

[65] Al riguardo l'art. 36 del Tuf dispone che la Sgr che ha istituito il fondo (o che è subentrata nella sua gestione) assuma verso i partecipanti gli obblighi e le responsabilità del mandatario. L'assenza di poteri di indirizzo in capo al partecipante al fondo, tipici del mandante, rende tuttavia controversa la qualificazione giuridica del rapporto che si instaura tra investitore e Sgr in termini di mandato. Il rinvio alle norme sul mandato deve invero ritenersi limitato a quanto non diversamente disposto dalla disciplina speciale per i fondi comuni di investimento.

Tale orientamento, pur autorevolmente sostenuto in dottrina, è stato nel tempo oggetto di numerose critiche, atteso che ai partecipanti non sono riconosciuti i tradizionali poteri spettanti al proprietario, ma esclusivamente una posizione creditoria nei confronti della società di gestione[66].

Differente, peraltro, è il regime normativo concernente la responsabilità dei comunisti rispetto e quella dei partecipanti: i primi sono infatti solidalmente e illimitatamente responsabili delle obbligazioni contratte per la cosa comune (art. 1115 del cod. civ.), i secondi, invece, rispondono delle obbligazioni del fondo soltanto nel limite della quota sottoscritta (art. 36, comma 6, del Tuf).

Si osservi inoltre che mentre nella comunione il creditore personale del comunista può soddisfare le sue pretese su una porzione dei beni comuni (corrispondente al valore della quota del proprio debitore), nel fondo comune il medesimo creditore può agire esclusivamente sulla quota dell'investitore, ma non anche sui beni del fondo.

La comunione, inoltre, si caratterizza per essere un istituto statico, difficilmente compatibile (e comparabile) con l'attività di gestione del risparmio: mentre infatti la comunione implica il mero godimento dei beni comuni, la gestione del fondo è finalizzata a trasformare il patrimonio raccolto in beni di altra natura e a generare un rendimento (aggregato, utilizzando le parole dell'Esma) per gli investitori.

Un'ulteriore e diversa interpretazione ritiene invece che il fondo comune debba essere considerato un patrimonio separato della Sgr[67]. Secondo tale

---

[66] Cfr. G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di Legge governativo,* cit., p. 1194 ss., nonché P.G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1119, secondo il quale l'importanza della «*qualifica giuridica del c.d. fondo comune, di tutta evidenza sotto il profilo teorico, non è minore sul piano pratico, 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*».

[67] Cfr. tra gli altri, A. LENER, *Art. 3 della legge n. 77 del 1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 399 ss.; G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, p. 158; F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme*

orientamento i partecipanti al fondo dovrebbero essere considerati proprietari sostanziali dei beni appartenenti al fondo, sebbene la titolarità formale (o funzionale) dei medesimi beni rimarrebbe in capo alla società di gestione.

In questa prospettiva, la titolarità formale del patrimonio del fondo legittimerebbe la Sgr a disporre (ma non a godere) dei beni che fanno parte di quel patrimonio, seppure ad esclusivo vantaggio dei partecipanti, i quali potrebbero far valere i propri diritti unicamente nei confronti della Sgr, nelle forme e nei limiti previsti dalla legge e dal regolamento del fondo[68].

Secondo tale ultimo orientamento – al quale ha aderito la Corte di Cassazione[69] – il fondo comune non costituirebbe un autonomo centro d'imputazione di interessi, né potrebbe configurarsi un rapporto di mandato (tra società di gestione e partecipanti) idoneo a consentire di imputare direttamente in capo al fondo gli effetti degli atti posti in essere, per suo conto, dalla Sgr.

La Suprema Corte, a sostegno di tale interpretazione, ha evidenziato come il nostro ordinamento disciplina anche altre forme di segregazione patrimoniale sottratte al regime generale di cui all'art. 2740 del cod. civ. (si pensi ai patrimoni destinati previsti dagli artt. 2447-*bis* e ss. del cod. civ.,

---

di gestione collettiva del risparmio, cit., p. 462; 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.*, 2012, I, p. 553; V. TROIANO, *Art. 37*, cit., p. 570.

[68] In tal senso si veda Trib. Milano, 11 maggio 2015, in *Giur. it*., 2016, I, p. 89, con nota di L. IACUMIN.

[69] Cfr. Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. it.*, 2011, VII, p. 1550, con nota di M. RIZZUTI, secondo cui «*i fondi comuni di investimento costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse del fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato legalmente alla suindicata società di gestione*». In senso conforme, seppur con specifico riferimento ai fondi chiusi, anche Cass. 8 maggio 2019, n. 12062, in *CED Cassazione*, 2019, secondo cui «*i fondi comuni d'investimento* […] *disciplinati nel d.lgs. n. 58 del 1998 , e succ. mod., sono privi di un'autonoma soggettività giuridica, ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio; pertanto, in caso di acquisto nell'interesse del fondo, l'immobile che ne è oggetto deve essere intestato alla società promotrice o di gestione la quale ne ha la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia*».

nonché ai patrimoni separati previsti dall'art. 3, comma 2 della L. 30 aprile 1999, n. 130, in tema di cartolarizzazione dei crediti)[70].

Tale orientamento, tuttavia, oltre ad essere stato criticato dalla dottrina[71] e dalla giurisprudenza successive[72], risulterebbe finanche smentito dal legislatore, il quale avrebbe indirettamente confermato la tesi della soggettività giuridica del fondo nel momento in cui, per effetto dell'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf, ha reso applicabile a tale organismo la disciplina della crisi, indipendentemente da quella – possibile, ma comunque eventuale – della società di gestione.

Inoltre, sarebbe lo stesso art. 36, comma 4, del Tuf a prevedere una netta delimitazione dei poteri della Sgr in ordine alla gestione, alla disposizione e

---

[70] Più precisamente la Suprema Corte, nella richiamata sentenza del 2010, ha affermato che il patrimonio del fondo comune è caratterizzato soprattutto dalla «*esclusiva destinazione allo scopo d'investimento finanziario per il quale è stato costituito*» al fine di «*assicurare una tutela forte agli interessi degli investitori che al fondo partecipano*», non diversamente da quanto accade in altre ipotesi contemplate dall'ordinamento, quali i patrimoni destinati ad uno specifico affare, di cui agli artt. 2447-*bis* e ss. del cod. civ., e il meccanismo di cartolarizzazione dei crediti regolato dall'art. 3 della L. 130/99: ipotesi, queste, in cui «*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, ancorché occorra tenerlo distinto dal resto del patrimonio di quel medesimo soggetto o da eventuali altri segmenti patrimoniali ugualmente sottoposti ad analogo regime di separazione*».

[71] P. BARBANTI SILVIA, *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 3 ss.; P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, p. 219; R. COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, I, p. 11; 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, p. 751; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 432; C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 1146; A. LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *Contratti*, 2011, p. 27; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 423; D. RESTUCCIA, *I fondi d'investimento chiusi*, Bari, 2012, p. 86; A.D. SCANO, *Fondi comuni immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 1133.

[72] Cfr. Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7232, in *Foro it.*, 2017, 2, I , p. 730, secondo cui occorre «*riconoscere autonomia patrimoniale – dunque capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali – ai fondi comuni di investimento*» e pertanto «*posto che il fondo comune d'investimento ha autonomia propria, in caso di sostituzione di una società di gestione del risparmio assoggettata a commissariamento con altra società di gestione non si determina un trasferimento delle azioni incluse nel patrimonio del fondo stesso*».

al godimento del patrimonio del fondo e a riconoscere al medesimo fondo un'autonomia patrimoniale perfetta.

Il suddetto articolo, infatti, dispone che «*ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti*».

Il riconoscimento espresso dell'autonomia di un patrimonio già dichiarato distinto da quello dei partecipanti e della società di gestione, secondo i sostenitori della teoria della soggettività giuridica del fondo, non potrebbe essere considerato soltanto un elemento formale, ma più precisamente la manifestazione della volontà del legislatore di superare le tradizionali qualificazioni giuridiche del fondo.

Ad ulteriore sostegno di tale orientamento, l'art. 6, comma 1, della L. 12 dicembre 2011, n. 183 autorizza il Ministero dell'economia e delle finanze a «*conferire o trasferire beni immobili dello Stato* […] *ad uno o più fondi di investimento immobiliare*», e ancora il comma 8-*bis* del medesimo articolo dispone che «*i fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio del Ministero dell'economia e delle finanze possono acquistare immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali, utilizzati dagli stessi o da altre pubbliche amministrazioni nonché altri immobili di proprietà dei medesimi*

enti di cui sia completato il processo di valorizzazione edilizio-urbanistico, qualora inseriti in programmi di valorizzazione, recupero e sviluppo del territorio».

A ciò si aggiunga che l'art. 73, comma 1, lettera c) del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 già riconosceva, in ambito tributario, la possibilità che un *trust* potesse essere titolare (e dunque intestatario) di un patrimonio autonomo rispetto a quello del disponente, del *trustee* e dei beneficiari[73].

Altra parte della dottrina[74], invece, alla quale si ritiene di aderire, superando le richiamate teorie, ritiene di scarso rilievo pratico la disputa sulla natura giuridica dei fondi, posto che la soluzione dei principali problemi applicativi emersi nel corso del tempo, troverebbe oggi risposta nelle disposizioni legislative e regolamentari che disciplinano la gestione collettiva del risparmio.

L'evoluzione interpretativa in materia di natura giuridica dei fondi comuni sembra peraltro dimostrare il superamento della tradizionale concezione civilistica secondo cui dovrebbe esservi sempre corrispondenza tra "proprietà" e "controllo della ricchezza"[75]. Secondo tale prospettiva, in altre parole, il patrimonio del fondo non sarebbe da considerare proprietà "di qualcuno", ma funzionale "a qualcosa".

Ad ogni modo, le caratteristiche di separatezza e autonomia tra patrimonio della Sgr e patrimonio del fondo comune – seppur con le incertezze sopra menzionate – non consentono ancora oggi di affermare con convinzione che il fondo abbia soggettività giuridica autonoma rispetto alla Sgr che lo amministra. Gli atti compiuti dal gestore, pertanto, rimangono posti

---

[73] È proprio sulla base di tali considerazioni che il Tribunale di Milano ha ritenuto che l'intestazione ad una nuova Sgr di un fondo già gestito da altra Sgr sottoposta ad amministrazione straordinaria non configura un atto negoziale traslativo dei beni riferibili al fondo stesso, ma piuttosto una mera e formale sostituzione del suo amministratore.

[74] Cfr. M. MIOLA - F. BRIOLINI, *Art. 36*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2002, p. 331 ss.

[75] F. GALGANO, *Trattato di diritto privato*, III, Padova, 2009, p. 553 ss.

in essere in nome proprio, ma per conto del fondo nel cui interesse (esclusivo) deve essere svolta l'attività di gestione.

2. Regole di condotta della Sgr

La società di gestione del risparmio, nello svolgimento del suo incarico, deve osservare determinate regole di condotta e assicurare che la gestione del fondo avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento e comunque in conformità a quanto previsto dalla normativa europea[76], dal Tuf e dalle relative disposizioni di attuazione[77].

I gestori dei fondi devono possedere conoscenze e competenze professionali adeguate rispetto all'attività di gestione svolta e attuare politiche e procedure per assicurare che le decisioni di investimento adottate siano conformi alla strategia di investimento prevista dal regolamento del fondo.

---

[76] Oltre alle regole di condotta previste dalla Direttiva Aifm, che saranno meglio esposte nel presente paragrafo, il medesimo provvedimento europeo impone ai gestori di assicurare un'adeguata copertura assicurativa contro i potenziali rischi connessi alla responsabilità professionale derivante dalla propria attività. La Direttiva Aifm stabilisce infatti che «*affinché i fondi propri aggiuntivi e l'assicurazione della responsabilità civile professionale coprano adeguatamente i potenziali rischi connessi alla responsabilità professionale, occorre determinare un livello congruo di copertura in base a parametri quantitativi minimi di riferimento, i quali devono essere stabiliti dal GEFIA sotto forma di percentuale specifica del valore dei portafogli dei FIA gestiti, calcolato come somma del valore assoluto di tutte le attività di tutti i FIA gestiti, siano esse acquisite tramite ricorso alla leva finanziaria o con il denaro degli investitori. A tale scopo è opportuno valutare gli strumenti derivati al prezzo di mercato, perché è a quel prezzo che possono essere sostituiti. Dato che la copertura tramite assicurazione della responsabilità civile professionale presenta, per sua stessa natura, maggiori incertezze rispetto alla copertura con fondi propri aggiuntivi, è opportuno applicare percentuali diverse ai due diversi strumenti utilizzati per coprire i rischi connessi alla responsabilità professionale*». Peraltro, l'eventuale delega o subdelega deve lasciare impregiudicata la responsabilità del gestore, il quale deve fornire una copertura adeguata per i rischi professionali cagionati dai soggetti di cui è legalmente responsabile.

[77] Al riguardo il Tuf affida alla Banca d'Italia il compito di determinare i criteri e i divieti relativi all'attività di investimento e di stabilire «*le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, limitatamente agli Oicr diversi dai Fia riservati*» (art. 6, comma 1, lettera c), n. 2). Tali norme sono oggi contenute nel Regolamento sulla Gestione Collettiva, il quale stabilisce limiti differenziati in relazione alle diverse tipologie di Oicr (Oicvm, Fia aperti non riservati a investitori professionali, fondi strutturati, Oicr monetari, Fia chiusi mobiliari e immobiliari non riservati a investitori professionali, Fia riservati, etc.).

Più in generale, l'art. 36, comma 3, del Tuf stabilisce che il gestore del fondo comune debba agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti, assumendo nei loro confronti gli obblighi e le responsabilità del mandatario[78]. Sebbene, ad una prima lettura, tale disposizione sembrerebbe presupporre l'esistenza di un rapporto obbligatorio diretto tra singolo partecipante e società di gestione, il legislatore, invero, si limita ad affermare la responsabilità della Sgr nei confronti di tutti gli investitori aderenti al fondo[79].

Tuttavia, al fine di accertare la sussistenza di una responsabilità in capo al gestore è necessario individuare le norme di condotta che lo stesso deve rispettare. Al riguardo, il nucleo degli obblighi (del mandatario) applicabili al gestore è individuabile nel dovere di eseguire il mandato con la diligenza di cui all'art. 1710 del cod. civ. e di agire nell'esclusivo interesse del fondo[80].

---

[78] La dottrina è concorde nel ritenere che il riferimento agli obblighi del mandatario è limitato al nucleo essenziale dei doveri del mandatario, posto che il mandato, nella tradizione giuridica italiana, rappresenta il modello dell'agire nell'interesse altrui. Al riguardo si veda, *ex multis*, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1150; M. MIOLA - F.B RIOLINI, *Art. 36*, cit., p. 318 ss.; *contra* G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 50 ss.

[79] Secondo L. SEMINARA, *Nota a Tribunale Milano, 11 maggio 2015*, cit., p. 1115, i fondi comuni di investimento, rispetto ai tradizionali modelli societari, sarebbero caratterizzati «*non tanto per la conformazione della responsabilità, che ricalca la logica propria del diritto societario, bensì per la "qualità" del soggetto – la SGR – responsabile dell'attività gestoria: vale a dire, ancora, una società per azioni autorizzata allo svolgimento, in via esclusiva, del "servizio" di gestione collettiva del risparmio, assoggettata alla vigilanza continuativa di Banca d'Italia e Consob e, in possesso, tra l'altro, di specifici requisiti organizzativi e di adeguatezza patrimoniale*». L'Autore, inoltre, evidenzia come la specialità della disciplina della responsabilità per la gestione del fondo comune possa trovare spiegazione «*nell'esigenza di garantire ai risparmiatori danneggiati dalla* mala gestio *del fondo – specularmente al minor coinvolgimento nella gestione e alla mancata previsione del potere di designazione del gestore – una tutela più ampia rispetto ai partecipanti a iniziative economiche organizzate in forma societaria, attribuendo loro azione non verso i (patrimoni personali dei) gestori, ma nei confronti della società di gestione di cui tali soggetti sono esponenti, con evidente incremento delle possibilità di effettiva soddisfazione. Ciò che, peraltro, non preclude la possibilità di ipotizzare* […] *un'estensione della responsabilità per la gestione del fondo agli stessi componenti degli organi di amministrazione e controllo della SGR sulla scorta dei noti approdi giurisprudenziali in materia di responsabilità professionale*».

[80] Come ricorda P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1157, la normativa regolamentare (interna, ma di derivazione europea), replica buona parte dei

Il gestore, in particolare, è dunque tenuto a svolgere il proprio mandato con la diligenza professionale richiesta dalla natura dell'incarico[81]: ciò implica soprattutto – e per quel che più interessa – un vincolo nelle scelte di investimento che la Sgr può compiere.

Il margine di discrezionalità della Sgr, peraltro, è attenuato anche (e soprattutto) per effetto dei limiti imposti dalla normativa di settore e dalle disposizioni del regolamento di gestione del fondo. Queste ultime, ad esempio, definiscono la cornice entro la quale può e dunque deve essere svolta l'attività della Sgr. Il regolamento del fondo, infatti, oltre a «*defin*[ire] *le caratteristiche del fondo*» (art.37, comma 1, del Tuf), deve stabilire «*gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi*» (art. 37, comma 2, lettera c), del Tuf), ma soprattutto «*il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo*» (art. 37, comma 2, lettera d), del Tuf)[82].

---

doveri che, nei sistemi di *common law*, gravano sul *trustee* in quanto declinazioni del *duty of loyalty*, e cioè: *(i)* il divieto di c.d. *self-dealing* (divieto di acquistare i beni oggetto del *trust*, anche a condizioni di mercato, salva l'acquisizione del parere di un esperto indipendente e la piena *disclosure*); *(ii)* il c.d. *duty to segregate* (obbligo di tenere materialmente separata la proprietà in *trust* dai beni personali); e *(iii)* il c.d. *duty to earmark* (obbligo di contrassegnare i beni come oggetto di *trust*).

[81] Considerando la natura del servizio di gestore collettiva, la Sgr è tenuta ad agire nel rispetto di un metro di diligenza non ordinaria, bensì adeguata alla funzione affidata, e quindi professionale o tecnica. Al riguardo cfr. D. MAGNO, Mala gestio *e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in E. GABRIELLI - R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, I, p. 933 ss.; C. SANTAGATA, *Del mandato: delle obbligazioni del mandatario, delle obbligazioni del mandante. Artt. 1710-1721*, in A. SCIALOJA – G. BRANCA (a cura di), *Commentario al codice civile*, Bologna-Roma, 1985, p. 36 ss.; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989, p. 170 s.; M. GRAZIADEI, *Mandato*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., Torino, 1994, XI, p. 173; V. TROIANO, *Art. 49*, cit., p. 417; G. MEO, *Azione «comune» e azione «individuale» contro amministratori e sindaci di società di gestione di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I, p. 178; E. FAZZUTTI, *Profili della responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Quadimestre*, 1984, p. 495.

[82] Come osservato da P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1156 s. «*la discrezionalità propria del gestore, sebbene venga circoscritta dalle fonti richiamate, non è del tutto inesistente. Non si può negare, infatti, che, entro i limiti descritti, sussista un margine di discrezionalità di giudizio non suscettibile di essere esaminato nel merito: si pensi, in particolare, alla scelta di investire in un titolo anziché in un altro concorrente, se entrambi sono conformi alle politiche di investimento del fondo; o, ancora,*

Tra i doveri applicabili alla società di gestione vi è anche quello di prevenire situazioni di conflitti di interesse e di gestire il patrimonio del fondo nell'interesse esclusivo dei partecipanti [83]. Ciò vale soprattutto con riferimento alle Sgr che amministrano due o più fondi, o che detengono partecipazioni tali da garantire una posizione di controllo in altri veicoli societari[84].

Disposizioni sulla trasparenza e la correttezza della condotta dei gestori (di Oicvm e Fia) sono contenute anche nel Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 ("Regolamento Intermediari").

Più nello specifico, l'art. 97 del richiamato provvedimento dispone che nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, i gestori: *(i)* operino con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli Oicr e dell'integrità dei mercati; *(ii)* assicurino che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità agli obiettivi, alla politica di investimento e ai rischi specifici dell'Oicr; *(iii)* acquisiscano 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; nonché *(iv)* garantiscano parità di trattamento

---

alla decisione sulle tempistiche di investimento/disinvestimento in un determinato titolo, se in linea con i criteri di gestione del portafoglio e adeguata rispetto alla tipologia di fondo».

[83] V. Capitolo II, paragrafo 5.

[84] Con specifico riferimento a tale aspetto, occorre evidenziare che i gestori, sebbene detengano le partecipazioni per conto e nell'interesse dei fondi, sono soggetti nei confronti dei quali deve essere accertato l'esercizio (o l'abuso) di un'attività direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del cod. civ. La giurisprudenza più recente, infatti, ha affermato che la Sgr è una società commerciale «*inclusa nel novero degli enti ai quali è fisiologica l'imputazione di attività di direzione e coordinamento*» ed è pertanto «*del tutto irrilevante il fatto che la titolarità sostanziale delle partecipazioni* [...] [sia] *in capo ai fondi di investimento gestiti* [...] *atteso che è pacifico ex art. 36 T.U.F. che la capacità di agire con riferimento ai beni inclusi nel fondo e il potere di gestione dei fondi stessi stanno in capo alla SGR, talché è proprio nell'esercizio di questo potere che ben può manifestarsi ed essere esercitato quello, in esso incluso (eventualmente in quanto espressione dell'effettiva posizione di controllo), di esercitare direzione e coordinamento della società partecipata*» (Trib. Milano, 9 gennaio 2018, in *Not.*, 2019, I, p. 59, con nota di F. MOTTOLA LUCANO).

a tutti gli investitori di uno stesso Oicr gestito astenendosi da comportamenti che possano pregiudicare gli interessi di un Oicr a vantaggio di un altro Oicr o di un cliente.

Per garantire il rispetto di tali previsioni – in attuazione di quanto previsto dall'art. 61 del Regolamento 231, così come richiamato dall'art. 113 del Regolamento Intermediari (il quale estende l'efficacia delle richiamate disposizioni anche agli Oicvm) – i gestori sono tenuti ad istituire una funzione permanente ed efficace di controllo di conformità[85], a prescindere dalla dimensione e complessità delle proprie attività[86]. A tal fine le Sgr devono istituire, attuare e mantenere politiche e procedure adeguate volte ad individuare il rischio di mancata osservanza degli obblighi imposti al gestore, nonché mettere in atto misure e procedure idonee a minimizzare tale rischio e a consentire alle autorità competenti di esercitare efficacemente i propri poteri di vigilanza[87].

3. Profili di responsabilità del gestore

[85] Alla funzione permanente di controllo l'art. 62, § 2, del Regolamento 231 attribuisce una duplice responsabilità: se, da un lato, essa è obbligata a controllare e valutare periodicamente l'adeguatezza e l'efficacia delle misure, delle politiche e delle procedure messe in atto per garantire la conformità alle disposizioni di settore, dall'altro, essa deve coadiuvare e fornire consulenza ai soggetti che prestano la propria attività nell'ambito della struttura del gestore e assisterli ai fini dell'adempimento degli obblighi che incombono sulla Sgr.

[86] Il Considerano n. 67 al Regolamento 231, tuttavia, precisa che non occorre istituire un'unità indipendente di controllo qualora ciò risulti sproporzionato rispetto alla dimensione del gestore ovvero alla natura, scala e complessità della sua attività commerciale.

[87] Per consentire alla funzione di controllo di assolvere alle proprie funzioni, lo stesso art. 62, § 2 del Regolamento 231 stabilisce che il gestore deve assicurare, tra l'altro, che: *(i)* la funzione di controllo della conformità disponga dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie e abbia adeguato accesso a tutte le informazioni pertinenti; *(ii)* sia nominato un responsabile per la funzione di controllo della conformità, il quale è responsabile dell'adempimento degli obblighi e della trasmissione all'alta dirigenza di relazioni su questioni attinenti all'osservanza della normativa, in cui sia in particolare indicato se siano state adottate misure appropriate per rimediare a eventuali carenze; *(iii)* i soggetti che partecipano alla funzione di controllo della conformità non partecipino alla prestazione dei servizi e all'esercizio delle attività che sono chiamati a controllare; *(iv)* il metodo per la determinazione della remunerazione del responsabile della funzione di controllo della conformità e delle altre persone che partecipano a tale funzione non comprometta la loro obiettività.

Una volta rintracciati i parametri normativi che consentono di valutare la correttezza dell'operato del gestore, affinché possa configurarsi una responsabilità della Sgr non è sufficiente un qualsiasi inadempimento o la mera diminuzione dell'integrità patrimoniale del fondo, ma è necessario che il pregiudizio subìto da quest'ultimo sia stato causalmente determinato dall'inadempimento della Sgr[88].

A tal fine è necessario, in primo luogo, determinare le modalità di accertamento della responsabilità del gestore e, in secondo luogo, individuare il soggetto a beneficio del quale andrà riconosciuto il risarcimento del danno.

Con riferimento al primo aspetto, il Tuf nulla dispone circa l'azione di responsabilità esercitabile nei confronti della Sgr e dei suoi amministratori, ed è pertanto rimessa all'interprete l'individuazione dei soggetti che possono proporla.

In assenza di una norma che espressamente riconosca in capo ad un determinato soggetto la legittimazione ad esperire la suddetta azione, deve ritenersi che il potere di agire nei confronti della Sgr spetti a ciascun partecipante[89], posto che il Tuf non prevede né l'istituzione di un organo con

---

[88] Si veda al riguardo quanto affermato da Trib. Milano, 17 aprile 2014, in *www.ilcaso.it*, Sez. Giur., 16049, secondo cui «[in] *tema di accertamento della responsabilità della società di gestione per i danni causati al fondo nella gestione e amministrazione dello stesso, va rilevato che la violazione e la scorrettezza delle appostazioni di bilancio non è di per sé causa di danno, in quanto non è sufficiente a provocare una diminuzione del patrimonio del fondo in danno dei quotisti; pertanto, in mancanza di allegazione e prova di un evento specifico che incida sulla consistenza reale (e non sulla valorizzazione contabile) del patrimonio (quale può essere, ad esempio, la dismissione dell'investimento ad un prezzo incongruo rispetto al valore di mercato della quota del fondo a causa della rappresentazione infedele del suo valore) il quotista non può lamentare un danno patrimoniale e chiedere l'accertamento della responsabilità di chi le avrebbe causato*».

[89] Con riferimento alla possibilità che la Sgr agisca nei confronti dei propri amministratori per i danni arrecati al patrimonio del fondo si veda Trib. Milano 11 maggio 2015, in *Società*, 2015, 10, p. 1132. Il richiamato provvedimento afferma infatti che «*i partecipanti al fondo non hanno azione nei confronti degli amministratori della SGR per i danni che il fondo abbia subito (es.: vendita di un bene del fondo a prezzo inferiore al suo valore) perché tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo, di cui non sono titolari ed il danno che si ripercuote sul valore della quota è solo un danno riflesso, come tale non risarcibile in base ai principi generali. Estremamente significativa, in questo senso, è proprio l'abrogazione dell'art. 3 comma 6 L. n. 77 del 1983, il cui testo – nella parte in cui legittimava i partecipanti al fondo ad agire contro gli organi della SGR per il danno riflesso*

funzioni di controllo sull'operato del gestore né, per i fondi aperti, un'assemblea dei partecipanti a cui attribuire il potere deliberativo in ordine all'esercizio dell'azione di responsabilità[90].

Risulta peraltro discusso se l'azione di responsabilità debba intendersi rivolta esclusivamente alla reintegrazione *pro quota* del patrimonio personale del singolo investitore ovvero alla reintegrazione del patrimonio del fondo.

Secondo un primo orientamento, posto che l'obbligo di corretta gestione gravante sulla Sgr si pone in relazione all'interesse comune dei partecipanti – e pertanto a garanzia del patrimonio complessivo del fondo[91] – l'azione nei confronti della società di gestione potrebbe essere esperita dal singolo investitore soltanto nell'interesse del fondo, con la conseguenza che il risarcimento del danno eventuale dovuto andrebbe a beneficio diretto del fondo, e non a favore dal singolo partecipante.

Altro orientamento sostiene invece che ciascun partecipante possa agire individualmente per ottenere il risarcimento del danno subìto nel proprio

---

subito per effetto dei loro atti di mala gestio – non è stato più riproposto nel TUB, né nel TUF, sancendo appunto la carenza di legittimazione di cui si discute. Ne consegue l'inammissibilità di un'azione siffatta o la carenza di legittimazione attiva dei partecipanti al fondo a chiedere agli organi della SGR il ristoro del danno da svalorizzazione della quota come effetto indiretto del danno direttamente subito dal patrimonio segregato nel fondo». Pertanto «*se non si ammettesse che la SGR può agire nei confronti dei suoi amministratori e sindaci per i danni provocati al patrimonio segregato nel fondo da atti di* mala gestio *che essi avessero posto in essere, nessuno potrebbe agire direttamente nei loro confronti per ottenere il risarcimento del danno derivante da tale inadempimento*». Il Tribunale precisa che in tal caso non possa parlarsi di «*sostituzione processuale* ex *art. 81 c.p.c., poiché, mancando il sostituito (il titolare dei beni, che non è né il fondo né sono i partecipanti al fondo), il preteso sostituto (la SGR) nemmeno è tale. Né la SGR sostituisce i partecipanti al fondo nell'azione contrattuale contro i componenti dei suoi organi amministrativi e di controllo, poiché essi partecipanti, come si vedrà, non hanno azione contrattuale verso costoro*».

[90] Nei fondi chiusi, invece, il potere di agire potrebbe essere riconosciuto in capo all'assemblea dei partecipanti. Al riguardo è opportuno rilevare che sebbene l'art. 37, comma 3, del Tuf, riconosca all'assemblea dei partecipanti dei fondi chiusi – diversi dai Fia riservati – la possibilità di deliberare in merito alla sola sostituzione del gestore, la giurisprudenza ha recentemente affermato la possibilità di applicare analogicamente le norme in materia di società per azioni in forza di un espresso richiamo contenuto nel regolamento di gestione del fondo. Cfr. Trib. Milano, 14 settembre 2018, in *Società*, 2019, VII, p. 855, con nota di E. GUFFANTI. Per i fondi chiusi riservati, invece, l'istituzione e il funzionamento dell'assemblea dei partecipanti sono rimessi alla società di gestione e dunque all'autonomia privata.

[91] Sul tema cfr. M. MIOLA - F. BRIOLINI, *Art. 36*, cit., p. 325.

patrimonio[92]. Qualora il risarcimento del danno fosse disposto a beneficio esclusivo del fondo comune potrebbe inoltre determinarsi un ingiustificato vantaggio anche a favore di coloro che non hanno subìto alcun danno, perché ad esempio hanno sottoscritto la quota di partecipazione in un momento successivo alla valorizzazione del danno sul patrimonio del fondo.

Il risarcimento a favore del patrimonio comune andrebbe peraltro a vantaggio dello stesso gestore, posto che – di regola – le commissioni della Sgr sono calcolate in percentuale sul valore del patrimonio netto del fondo, il quale verrebbe incrementato proprio per effetto del risarcimento del danno.

Occorre infine segnalare che nell'esercizio della propria attività di gestione la Sgr potrebbe anche cagionare un danno nei confronti di soggetti diversi dai partecipanti al fondo (si pensi al caso in cui la Sgr venga condannata per aver esercitato abusivamente l'attività di direzione e coordinamento nei confronti di una società controllata).

In queste ipotesi occorre chiarire se la Sgr debba rispondere con il proprio patrimonio ovvero con quello del fondo nell'interesse del quale è stata svolta l'attività che ha fatto sorgere la responsabilità (fatta salva l'azione di rivalsa contro gli amministratori del gestore).

Se, da un lato, non può negarsi che l'evento dannoso sia stato determinato dalle politiche di gestione realizzate dalla Sgr, dall'altro, sembra incompatibile con il principio di gestione in monte, imputare al patrimonio della Sgr le conseguenze dannose derivanti dall'attività compiuta nell'esclusivo interesse del fondo[93].

In tali circostanze si ritiene che la posizione della società di gestione sia

---

[92] R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, VIII, p. 435, nota 92; D. MAGNO, Mala gestio *e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, cit., p. 933.

[93] Con specifico riguardo alla responsabilità da direzione e coordinamento sembra necessario tutelare i creditori che abbiano pretese risarcitorie garantendo loro un'azione sul patrimonio per conto del quale sono state compiute le operazioni dannose e, in subordine e in via solidale, nei confronti della Sgr, ai sensi dell'art. 2497, comma 2, del cod. civ., quale soggetto che ha preso parte al fatto lesivo.

assimilabile a quella del mandatario senza rappresentanza (il quale agisce in nome proprio, ma per conto di un altro soggetto), con la conseguenza che la Sgr sarebbe obbligata a risarcire il danno con il patrimonio del soggetto nell'interesse del quale è stata svolta l'attività gestoria, salvo poi dover reintegrare il patrimonio del fondo che ne è risultato diminuito[94].

Occorre infine precisare che nel caso in cui il fondo subisca un pregiudizio patrimoniale per effetto dalla *mala gestio* della Sgr, saranno tenuti a rispondere verso i risparmiatori, non soltanto la Sgr che effettivamente esercita l'attività di gestione (la quale, come sopra ricordato, assume nei confronti dei partecipante «*gli obblighi e le responsabilità del mandatario*»), ma anche la Sgr che ha istituito il fondo (qualora abbia successivamente delegato la gestione ad altro soggetto, per *culpa in eligendo*); nonché *(iii)* gli amministratori della Sgr gerente, in base all'art. 2395 del cod. civ., qualora ne ricorrano i relativi presupposti[95].

4. Carenze organizzative e conflitti di interesse

[94] F. GALGANO, *Trattato di diritto privato*, cit., p. 553 ss.

[95] La trasposizione delle regole di diritto societario comune, sembrerebbe escludere l'esistenza di un'azione diretta esperibile dal sottoscrittore del fondo nei confronti degli amministratori del gestore, salvo – analogamente alla situazione del "terzo" danneggiato dalla condotta degli amministratori nelle società per azioni – l'applicabilità dell'art. 2395 del cod. civ. In considerazione dell'autonomia patrimoniale esistente tra fondo e patrimonio della Sgr, infatti, si potrebbe essere indotti a ritenere che gli amministratori della Sgr possano essere chiamati a rispondere del pregiudizio subìto dal fondo non in via diretta, ma soltanto in rivalsa, una volta accertata la responsabilità dell'intermediario. Al riguardo si veda P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., p. 1148, il quale osserva come, ad un primo esame, la situazione si presenta diversa nel caso delle Sicav e delle Sicaf «*nella misura in cui il risparmiatore riveste la posizione di socio e il patrimonio sociale gestito dagli amministratori corrisponde al «risparmio raccolto». In ragione di ciò, l'eventuale pregiudizio al patrimonio sociale derivante da una violazione dei doveri degli amministratori può essere valutato quale fondamento di un'azione di responsabilità esercitabile direttamente dall'assemblea dei soci-risparmiatori nonché da parte di una minoranza qualificata (art. 2393-bis c.c.)*».

La gestione collettiva del risparmio presenta significative peculiarità rispetto al diritto societario comune, considerato il maggior numero di soggetti (e, pertanto, di interessi) coinvolti[96].

Al riguardo l'art. 35-*decies* del Tuf dispone che i gestori, oltre ad operare con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse dei fondi gestiti, dei partecipanti e dell'integrità del mercato, siano tenuti ad organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, ad agire in modo da assicurare un equo trattamento degli Oicr gestiti.

Al di là della suddetta norma, la disciplina che regola i conflitti di interesse è piuttosto frammentata, trovandosi in molteplici norme di derivazione europea e nazionale, tra cui: *(i)* la Direttiva Aifm e il Regolamento 231, in materia di Fia[97]; *(ii)* il Regolamento 438/16, emanato in attuazione della Direttiva Ucits IV, in materia di obblighi dei depositari; *(iii)* l'art. 6, comma 2, lettera b-*bis*), n. 6), del Tuf, che delega la Consob, sentita la Banca d'Italia, a disciplinare con regolamento le modalità di gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, ivi inclusi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e di incentivazione; nonché *(iv)* l'art. 6, comma 2-*novies*, del Tuf, secondo cui i soci e gli amministratori dei soggetti abilitati – fermi restando gli obblighi di cui all'art. 2391, comma 1, del cod. civ. – devono astenersi dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi.

In primo luogo, la Direttiva Aifm stabilisce che i gestori dei fondi siano assoggettati a solidi sistemi di controllo e organizzati in modo da minimizzare

[96] Quali soggetti interessati alla gestione dell'impresa – in aggiunta ai soci, agli amministratori e ai creditori sociali – vi sono anche i risparmiatori/investitori, i quali affidano parte del proprio patrimonio a un gestore professionale, a prescindere dal fatto che quest'ultimo sia una Sgr, una Sicav o una Sicaf.

[97] Il titolo V, parte III del Regolamento Congiunto, invece, si limita a rinviare alla disciplina contenuta nel Regolamento 231, estendendo di fatto l'ambito di applicazione di tale ultimo provvedimento anche ai gestori degli Oicvm.

i possibili conflitti d'interesse[98]. A tal fine i gestori sono tenuti ad adottare tutte le misure ragionevoli per evitare tali conflitti[99] e, quando questi non possano essere evitati, ad individuare, gestire, controllare e, se del caso, comunicare, i conflitti di interesse esistenti, al fine di evitare che essi possano incidere negativamente sugli interessi dei fondi e dei loro investitori[100].

In considerazione di ciò, la società di gestione è tenuta ad istituire, attuare ed applicare un'articolata politica di gestione dei conflitti di interesse, adeguata alla sua organizzazione e parametrata alla complessità dell'attività svolta[101].

Al fine di agevolare l'individuazione delle tipologie di conflitti di interesse che possono sorgere nel corso della gestione di un fondo, ad integrazione della Direttiva Aifm, l'art. 30 del Regolamento 231 stabilisce che il gestore è tenuto, in primo luogo, a valutare se esista un soggetto rilevante[102] o una

---

[98] Cfr. Considerando n. 22 alla Direttiva Aifm.

[99] Al fine di agevolare l'individuazione dei conflitti di interesse, l'art. 14 della Direttiva Aifm precisa che i Gefia sono obbligati ad adottare ogni misura ragionevole per individuare i conflitti di interesse che sorgono nel corso della gestione di un Fia tra: a) il Gefia, compresi la sua alta dirigenza, i dipendenti o qualsiasi persona direttamente o indirettamente legata al Gefia da una relazione di controllo, e il Fia gestito dal Gefia, o gli investitori di tale Fia; b) il Fia, o gli investitori di tale Fia, e un secondo Fia, o gli investitori di questo secondo Fia; c) il Fia, o gli investitori di tale Fia, e un altro cliente del Gefia; d) il Fia, o gli investitori di tale Fia, e un Oicvm gestito dal Gefia o dagli investitori di detto Oicvm; ovvero e) due clienti del Gefia.

[100] La disciplina adottata dalla Sgr per gestire i conflitti d'interesse dovrà basarsi su tre pilastri: *(i)* dovere di identificazione: la Sgr deve, in via preliminare, identificare i conflitti d'interesse che possano incidere negativamente sugli interessi degli Oicr gestiti e dei partecipanti agli stessi; *(ii)* dovere di organizzazione: la Sgr deve organizzare la propria struttura in modo da evitare che i conflitti possano pregiudicare gravemente gli Oicr gestiti e i partecipanti agli stessi; *(iii)* dovere di agire secondo correttezza e trasparenza: la Sgr deve operare con correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli Oicr gestiti, astenendosi dal compiere atti che possano avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro o avvantaggiare un investitore a danno di altri.

[101] Qualora la società di gestione appartenga ad un gruppo, tale politica dovrà anche tener conto delle ulteriori circostanze che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo.

[102] Ai sensi dell'art. 1, n. 2, del Regolamento 231, per soggetto rilevante si intende uno dei seguenti soggetti: «*a) amministratore, socio o equivalente, o dirigente del GEFIA; b) dipendente del GEFIA, nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione del GEFIA e sotto il suo controllo, e che partecipa all'esercizio, da parte del GEFIA, dell'attività di gestione collettiva di portafogli; c) persona fisica o giuridica partecipante direttamente alla fornitura di servizi al GEFIA, nel quadro di un accordo di*

persona avente un legame di controllo con il fondo che possa, tra l'altro, *(i)* realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria a spese del fondo o dei suoi investitori, *(ii)* avere un interesse distinto da quello del fondo nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore o per conto del fondo, dei suoi investitori o di un cliente, *(iii)* avere un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un diverso fondo, *(iv)* ricevere da una persona diversa dal fondo o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diversi dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

Gli interessi presi in considerazione dalla norma, dunque, sono tutti quelli capaci di condizionare il comportamento del gestore, inducendolo ad assumere scelte non finalizzate a realizzare l'interesse dei partecipanti. Si tratta in concreto di situazioni in cui l'intermediario potrebbe essere indotto a privilegiare un interesse particolare, nella prospettiva di conseguire, per sé o per altri, un beneficio ulteriore rispetto alla commissione percepita per lo svolgimento dell'attività di gestione[103].

Quanto alla regolamentazione dei conflitti di interesse, l'art. 31 del Regolamento 231 ribadisce, in termini generali, che i gestori sono tenuti a dotarsi di politiche per la gestione dei conflitti di interesse e ad istituire procedure volte alla gestione dei medesimi conflitti[104]. Il medesimo articolo

---

delega a terzi ai fini dell'esercizio da parte del GEFIA dell'attività di gestione collettiva di portafogli».

[103] A presidio della correttezza dell'operato del gestore, l'art. 168 del Tuf, rubricato "Confusione di patrimoni" stabilisce che «*salvo che il fatto costituisca reato più grave, chi, nell'esercizio di servizi o attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio, ovvero nella custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un Oicr, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, viola le disposizioni concernenti la separazione patrimoniale arrecando danno agli investitori, è punito con l'arresto da sei mesi a tre anni e con l'ammenda da lire dieci milioni a lire duecento milioni* [ndr: da euro cinquemilacentosessantacinque a euro centotremiladuecentonovantuno]».

[104] L'art. 33 prevede poi le misure tipiche che possono essere previste per impedire o controllare lo scambio di informazioni tra collaboratori chiave che si trovano in conflitto di interessi.

precisa inoltre che la politica di gestione dei conflitti di interesse deve includere *(i)* l'individuazione, in riferimento alle attività svolte dal gestore – comprese quelle svolte da un delegato, un subdelegato, un valutatore esterno o una controparte –, delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del fondo o dei suoi investitori[105]; nonché *(ii)* le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse.

Alla luce di tali disposizioni i gestori dovranno perseguire l'obiettivo di individuare i conflitti di interesse che possono sorgere nello svolgimento dell'attività di gestione e neutralizzare (o quantomeno ridurre) le eventuali conseguenze negative che possono riflettersi sugli interessi degli investitori. Con specifico riferimento a tale ultimo aspetto l'art. 34 del Regolamento 231 stabilisce che nel caso in cui le procedure interne non siano sufficienti a prevenire i rischi di danni al fondo o agli investitori, è necessario darne notizia all'alta dirigenza o ad altro organo interno competente, affinché vengano assunte le decisioni necessarie per assicurare il perseguimento dell'interesse del fondo e degli investitori.

Inoltre, al fine di prevenire ulteriori conflitti di interesse "tipici", l'art. 63 del Regolamento 231 – così come richiamato dall'art. 114 del Regolamento Emittenti (il quale, anche in tale circostanza, estende l'ambito di applicazione del Regolamento 231 agli Oicvm) – vieta di compiere talune operazioni (qualificate come "personali") a tutti quei soggetti che, di fatto, abbiano accesso ad informazioni privilegiate o ad altre informazioni riservate riguardanti un fondo.

Nello stesso senso anche il Regolamento sulla Gestione Collettiva, il quale stabilisce che il regolamento di gestione del fondo debba indicare gli

[105] Le situazioni che determinano un conflitto di interesse devono essere individuate sulla base di diversi criteri, i quali non implicano che i conflitti di interesse non significativi siano per ciò solo irrilevanti.

eventuali limiti volti a contenere i rischi derivanti da rapporti di gruppo, di affari o dalla prestazione congiunta di servizi di gestione collettiva e individuale, nonché le ulteriori limitazioni alle operazioni con parti correlate[106].

In materia di conflitti di interesse si segnalano infine anche le disposizioni contenute nel Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interesse, redatto da Assogestioni ("Protocollo di Autonomia") [107], il quale raccomanda ai gestori di suddividere le situazioni più comuni di conflitti d'interesse in tre categorie: *(i)* conflitti relativi alla selezione degli investimenti[108]; *(ii)* conflitti

---

[106] Cfr. Titolo V, Sezione II, Parte B, § 3.1.3.

[107] Tale documento è articolato in una serie di raccomandazioni funzionali a una corretta applicazione della disciplina di fonte primaria e secondaria in tema di conflitti d'interessi. Tuttavia, come specificato nel medesimo Protocollo esso «*non ha carattere vincolante* […]. *Le Associate sono tuttavia tenute a dare informazioni all'Associazione, con apposita relazione, in merito all'adesione al Protocollo di Autonomia, specificando la decisione o meno di aderire, l'ampiezza e le modalità dell'adesione, nonché le ragioni che hanno eventualmente consigliato di non seguire alcune delle raccomandazioni contenute nel Protocollo, ovvero, nel caso di non adozione, le ragioni che giustificano tale scelta. Ciascuna Società è quindi soggetta esclusivamente ad un obbligo di* comply *or* explain».

[108] Nell'attività di selezione degli investimenti, il Protocollo di Autonomia, considera situazioni di conflitto d'interessi, almeno, le seguenti ipotesi: «*a) investimento in strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo o da società partecipanti; b) acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla Società o da altre Società del gruppo o partecipanti, anche di diritto estero; c) investimento in strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano società del gruppo o società partecipanti; d) investimento in strumenti finanziari di un emittente nel quale una società del gruppo o una società partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una società del gruppo o in una società partecipante; e) investimento in strumenti finanziari per i quali una società del gruppo o una società partecipante svolge il ruolo di operatore specialista; f) investimento in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della Società o da società del gruppo ovvero da società partecipanti; g) investimento in strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da società del gruppo o da società partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla società del gruppo o alla società partecipante che ha erogato il credito; h) investimento in strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisitati da fondi immobiliari, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in fondi immobiliari rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo; i) vendita o locazione, acquisto o conferimento di ogni altro bene o diritto a o da o per il tramite di, una società del gruppo, suoi soci ovvero società finanziate o garantite da società del gruppo o da società partecipante, qualora dall'esito della vendita o del conferimento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla società del gruppo o da società partecipante che ha erogato il credito; j) concessione di*

relativi alla scelta delle controparti[109], ed infine, *(iii)* conflitti relativi all'esercizio del diritto di voto[110].

Da ultimo occorre segnalare che il legislatore, anche al fine di prevenire il sorgere di conflitti di interesse con riferimento alla *governance* dei gestori dei fondi comuni, ha previsto presidi analoghi a quelli esistenti per le società con azioni quotate (quali la presenza di amministratori indipendenti e regole sulla remunerazione dell'organo amministrativo).

Al riguardo, l'art. 13 del Tuf dispone che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo debbano essere in grado di svolgere adeguatamente l'incarico affidato e possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza[111].

In assenza di parametri normativi idonei a definire il concetto di indipendenza, può essere utile richiamare quanto previsto dal richiamato

---

finanziamenti da parte di società del gruppo o da una società partecipante in favore degli OICR gestiti dalla Società; k) investimento in strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari siano presenti soggetti rilevanti con deleghe operative; l) acquisto di beni da soggetti rilevanti; m) operazioni di compravendita di beni tra patrimoni gestiti dalla Società».

[109] Nell'attività di selezione delle controparti contrattuali il Protocollo di Autonomia, considera situazioni di conflitto d'interessi, almeno, le seguenti ipotesi: «*a) impiego di intermediari o di altri soggetti appartenenti a società del gruppo o a società partecipanti per lo svolgimento di servizi per conto dei patrimoni gestiti (ad es. banca depositaria, intermediari che prestano i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, soggetti che svolgono funzioni di consulenza, property management, facility management, project management, agency, advisory ecc.); b) utilizzo di intermediari negoziatori che prestano alla Società servizi ulteriori rispetto a quello di negoziazione (ad es. servizi di custodia, amministrazione o distribuzione delle quote o azioni degli OICR gestiti, ricerca); c) affidamento agli esperti indipendenti, ovvero a dipendenti o dirigenti di questi ultimi, con riferimento ad un medesimo fondo, di incarichi ulteriori e non strettamente legati alla valutazione degli immobili; d) esecuzione di transazioni su strumenti finanziari effettuata su sedi di esecuzione gestite da una società partecipata in misura rilevante da una società del gruppo o da una società partecipante; e) esistenza di accordi di retrocessione di commissioni o di beni o servizi di altra natura non riconducibili alle commissioni o spese normalmente fatturate per il servizio o l'attività prestati*».

[110] Ai sensi dell'art. 5.3 del Protocollo di Autonomia si considera situazione di conflitto d'interessi «*l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei patrimoni gestiti emessi da società del gruppo o da società con le quali la Società, i suoi soci rilevanti o le società del gruppo intrattengono rapporti di natura strategica*».

[111] Si tratta di un obbligo non collegato espressamente alla gestione dei conflitti di interessi, posto che tanto la normativa primaria quanto quella secondaria, non riconoscono alcun ruolo specifico in materia di conflitti di interesse agli amministratori indipendenti.

Protocollo di Autonomia. Quest'ultimo, infatti, considera indipendenti «*i consiglieri non esecutivi che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con la Società o con soggetti legati alla Società, relazioni tali da condizionarne l'autonomia di giudizio*». Il Protocollo di Autonomia, inoltre, prescrive che i consiglieri indipendenti siano in numero significativo rispetto alle dimensioni dell'organo e all'operatività della società.

Altro principio funzionale alla prevenzione dei conflitti di interesse nella fase di investimento è quello dell'equo trattamento degli investitori del fondo previsto tanto dalla normativa europea sugli Oicvm quanto da quella sui Fia[112].

Quanto ai presidi procedurali volti ad assicurare obiettività nella fase di investimento si segnala invece il comma 5 dell'art. 12 del Regolamento Ministeriale, il quale prevede il ricorso ad esperti indipendenti per la valutazione dei beni conferiti dai soci ai fondi immobiliari. In questi casi è disposto che il fondo acquisisca «*un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti*» e che «*il valore complessivo delle quote emesse a fronte dei conferimenti non* [sia] *essere superiore al valore dei conferimenti stessi, come attestato nella relazione di stima*».

Al di fuori del conferimento di beni nei fondi immobiliari, tuttavia, non sono previsti specifici obblighi peritali riguardanti i beni che può acquistare un fondo.

Dalla disciplina appena illustrata emerge in buona sostanza una tecnica legislativa che riconosce ai gestori dei fondi un margine di discrezionalità significativamente ampio in materia di operazioni in conflitto di interessi,

[112] In applicazione di tale principio, l'art. 32 del Regolamento 231 stabilisce che in fase di valutazione della realizzabilità di un investimento illiquido è necessario contemperare l'interesse degli investitori che intendono disinvestire le partecipazioni in un tempo più breve rispetto alle prospettive di liquidabilità del bene in questione.

salvo il divieto di acquisti da parte di esponenti aziendali o società del gruppo. Il Titolo V, Capitolo III, Paragrafo 2.2 del Regolamento sulla Gestione Collettiva pone infatti un divieto di carattere generale con riguardo agli investimenti in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti dal «*socio titolare di partecipazioni qualificate* […], *nonché da un amministratore, direttore generale o sindaco della Sgr o della Sicav, o da una società del gruppo rilevante*».

Il legislatore, preso atto che il conflitto di interessi è connaturato all'esercizio di un'impresa finanziaria e, dunque, ineliminabile, ha abbandonato l'approccio fondato sulla previsione di generici divieti operativi e si è limitato ad imporre al gestore l'elaborazione di una procedura scritta contenente misure organizzative capaci di «*ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse*» e idonee «[ad] *assicurare* […] *un equo trattamento degli Oicr gestiti*» (art. 35-*decies*, lettera b), del Tuf) e «*parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito*» (art. 35-*decies*, lettera d), del Tuf), nel caso in cui si realizzi in concreto una situazione di conflitto.

5. Sistemi di gestione dei rischi

Come sopra ricordato, le Sgr – oltre a gestire il patrimonio del fondo – sono tenute a gestire i rischi derivanti dalla suddetta attività.

Se il fine della gestione collettiva del risparmio è quello di generare un rendimento per gli investitori – il cui valore dipende anche dalla capacità del gestore di neutralizzare i rischi connessi all'attività di investimento – la prevenzione e la gestione del rischio assumono dunque una rilevanza determinante per il raggiungimento di tale obiettivo[113].

[113] Con specifico riferimento alla misurazione e al monitoraggio dei rischi, i gestori devono tener presente che i modelli di misurazione utilizzati sono (o possano diventare nel tempo) vulnerabili. Ciò può essere accertato avvalendosi di stress test, verifiche a posteriori e analisi di scenari (cfr. Considerando n. 56 al Regolamento 231).

A tal fine le Sgr devono attuare tutti gli accorgimenti necessari a limitare i fattori di incertezza legati all'attività di investimento. Ciò avviene, in primo luogo, mediante la predisposizione di un adeguato sistema di gestione dei rischi – oggi disciplinato per i Fia dal Regolamento 231[114] – il quale affida all'organo amministrativo il compito di istituire idonei sistemi di controllo interno volti a neutralizzare (o perlomeno ad attenuare) i possibili rischi connessi alla natura e alla complessità dell'attività svolta[115].

Secondo quanto previsto dal Regolamento 231, ciascun sistema di gestione del rischio si caratterizza per l'istituzione di una funzione permanente di gestione del rischio, nonché per l'esistenza di una politica e di idonee procedure per gestire i rischi che possono pregiudicare la realizzazione di un rendimento per gli investitori.

Con riferimento alla funzione permanente, essa deve attuare politiche e procedure efficaci per individuare, misurare e gestire tutti i rischi derivanti dalla strategia di investimento ai quali è esposto (o può essere esposto) il fondo.

Essa, inoltre, è tenuta a svolgere le altre attività previste dall'art. 39, comma 1, del Regolamento 231, e in particolare deve *(i)* assicurare che il profilo di rischio comunicato agli investitori sia conforme ai limiti di rischio del fondo, *(ii)* monitorare l'osservanza dei suddetti limiti e informare tempestivamente l'organo di gestione in caso di (rischio di) superamento di tali limiti, *(iii)* aggiornare periodicamente l'organo di gestione in merito alla coerenza e alla conformità dei limiti di rischio del fondo, nonché circa l'adeguatezza e l'efficacia del processo di gestione del rischio, indicando se sono state (o saranno) adottate misure correttive in presenza di carenze

---

[114] Con riferimento agli Oicvm si veda quanto previsto dal Capo III della Direttiva 2010/43/UE del 10 luglio 2010, recante modalità di esecuzione della Direttiva Ucits IV, per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione.

[115] Il Considerando n. 34, inoltre, prevede che tali politiche e procedure «*devono prevedere in ogni caso la costituzione di una banca dati interna sulle perdite, utilizzabile nella valutazione del profilo di rischio operativo*».

organizzative, *(iv)* aggiornare l'alta dirigenza in merito al livello attuale di rischio sostenuto da ciascun fondo gestito e sulla violazione effettiva o prevedibile dei limiti di rischio fissati dal fondo, in modo da consentire la pronta adozione delle necessarie misure correttive.

Il Regolamento 231 statuisce inoltre il principio di separatezza della funzione di rischio rispetto alla struttura gerarchica della società, ivi inclusa la funzione di gestione del portafoglio. Al riguardo, la funzione è considerata funzionalmente e gerarchicamente separata dalle unità operative solo se le persone che la esercitano rispettano determinati requisiti. I componenti della funzione, in particolare, non devono essere sottoposti alla sorveglianza delle persone responsabili delle unità operative, non devono partecipare all'esecuzione delle attività svolte dalle stesse e devono essere retribuite in funzione del raggiungimento degli obiettivi connessi al proprio incarico, indipendentemente dai risultati raggiunti dalle unità operative[116].

Con riferimento alla politica di gestione del rischio, essa va adeguatamente documentata e deve illustrare tutte le misure e le procedure previste per consentire al gestore di valutare l'esposizione ad ogni rischio che potrebbe essere significativo per il fondo. La politica di gestione, secondo il Regolamento 231, deve indicare, in particolare, le tecniche impiegate per contenere i rischi, le informazioni sulla ripartizione delle responsabilità riguardo alla gestione del rischio e le garanzie a tutela dell'indipendenza nell'esercizio della funzione di gestione del rischio[117].

---

[116] Il Regolamento 231 prevede inoltre che «*a) le decisioni adottate dalla funzione di gestione del rischio siano basate su dati affidabili, soggetti ad un grado appropriato di controllo da parte di tale funzione; b) la retribuzione di coloro che partecipano all'esercizio della funzione di gestione del rischio rifletta il raggiungimento degli obiettivi connessi a tale funzione, indipendentemente dai risultati conseguiti dai settori dell'impresa in cui operano; c) la funzione di gestione del rischio sia soggetta ad un controllo appropriato e indipendente, volto a garantire che le decisioni siano prese in modo indipendente; d) la funzione di gestione del rischio sia rappresentata nell'organo di gestione o nella funzione di sorveglianza, se istituita, almeno con la stessa autorità della funzione di gestione del portafoglio; e) le funzioni in conflitto siano adeguatamente separate*» (art. 43, comma 1).

[117] Il contenuto minimo della politica di gestione del rischio è previsto dall'art. 40 del Regolamento 2013, ai sensi del quale il gestore deve almeno indicare i seguenti elementi: a)

Ai fini della sua efficacia, l'alta dirigenza – conformemente al principio di proporzionalità in funzione della natura, della scala e della complessità dell'attività del fondo – deve riesaminare tale politica con cadenza almeno annuale. Più in particolare la società di gestione è chiamata a valutare, sorvegliare e riesaminare periodicamente: *(a)* l'adeguatezza e l'efficacia della politica di gestione del rischio e delle procedure, *(b)* in che misura la società rispetti la politica di gestione del rischio e le relative procedure, *(c)* l'adeguatezza e l'efficacia delle misure adottate per rimediare ad eventuali carenze del funzionamento delle procedure, *(d)* le prestazioni della funzione di gestione del rischio, nonché *(e)* l'adeguatezza e l'efficacia delle misure volte a garantire la separazione funzionale e gerarchica della funzione di *risk management*.

Oltre al suddetto riesame periodico, la politica di gestione del rischio deve essere rivista ogni qualvolta siano apportate modifiche significative alle procedure, alla strategia e agli obiettivi di investimento del fondo, ovvero in presenza di eventi (interni o esterni) che richiedano la necessità di un riesame aggiuntivo. In tal caso la società sarà tenuta ad informare l'autorità di vigilanza di qualsiasi modifica significativa della politica di gestione del rischio e delle relative procedure.

In materia di organizzazione e procedure degli intermediari che esercitano il servizio di gestione collettiva del risparmio, anche il Regolamento

---

le tecniche, le procedure e le disposizioni che le consentono di rispettare l'art. 45 del medesimo Regolamento; b) le tecniche, gli strumenti e le disposizioni che le consentono di valutare e controllare il rischio di liquidità in condizioni normali e in condizioni eccezionali, anche tramite prove di stress effettuate periodicamente; c) i limiti di rischio fissati conformemente al medesimo Regolamento UE e la spiegazione della loro corrispondenza con il profilo di rischio della società comunicato agli investitori; d) la ripartizione delle responsabilità in materia di gestione del rischio; e) i termini, il contenuto, la frequenza e i destinatari degli aggiornamenti periodici da parte della funzione di risk management; f) le garanzie (queste ultime, in particolare, devono riguardare 1) la natura dei potenziali conflitti di interesse; 2) le misure correttive poste in atto; 3) le ragioni per cui si può ragionevolmente prevedere che tali misure garantiscano l'indipendenza nell'esercizio della funzione di gestione del rischio; 4) le modalità con le quali la società prevede di assicurare che le garanzie siano costantemente efficaci.

congiunto della Banca d'Italia e della Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio ("Regolamento Congiunto") [118] stabilisce norme in tema di gestione del rischio.

Più in particolare l'art. 33 del Regolamento Congiunto dispone che l'organo amministrativo (individuato come «*organo di supervisione strategica*» [119]) sia tenuto ad *(i)* individuare gli obiettivi e le strategie dell'intermediario, definendo le politiche aziendali e quella di gestione del rischio; *(ii)* approvare la struttura organizzativa e valutarne periodicamente l'adeguatezza; nonché *(iii)* valutare che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo ed efficace.

Il medesimo articolo dispone inoltre che l'amministratore delegato o il comitato esecutivo («*l'organo con funzione di gestione*»[120]) deve *(i)* attuare la politica di gestione del rischio definita dal consiglio (e verificarne l'adeguatezza e l'efficace implementazione); *(ii)* definire i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti; *(iii)* curare costantemente l'adeguatezza dell'assetto delle funzioni aziendali e della suddivisione dei compiti e delle responsabilità; e *(iv)* riferire periodicamente all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo di controllo, almeno ogni due mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione.

---

[118] Adottato della Banca d'Italia e della Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012, del 19 gennaio 2015, del 27 aprile 2017 e con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018.

[119] Esso è definito dall'art. 2, comma 1, lettera m) del Regolamento Congiunto come «*l'organo aziendale a cui – ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria – sono attribuite funzioni di indirizzo della gestione dell'impresa, mediante, tra l'altro, esame e delibera in ordine ai piani industriali o finanziari ovvero alle operazioni strategiche*».

[120] Tale organo è invece definito dall'art. 2, comma 1, lettera n) del Regolamento Congiunto come «*l'organo aziendale o i componenti di esso a cui – ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria – spettano o sono delegati compiti di gestione corrente, intesa come attuazione degli indirizzi deliberati nell'esercizio della funzione di supervisione strategica. Il direttore generale rappresenta il vertice della struttura interna e come tale partecipa alla funzione di gestione*».

In merito alla tipologia dei rischi da tenere in considerazione, il Regolamento 231 precisa inoltre, seppur in via esemplificativa, taluni rischi a cui possono essere esposti i fondi comuni. Si tratta in particolare dei rischi: *(i)* di mercato (dipendente da variazioni dell'andamento di mercato); *(ii)* di credito (qualora il debitore non sia in grado di adempiere al pagamento degli interessi o al rimborso del capitale); *(iii)* di liquidità (connesso alla difficoltà di vendere un titolo ad un prezzo equo nel breve tempo); *(iv)* di controparte (dipendente dall'inadempimento di una controparte contrattuale) ed infine *(v)* del rischio operativo (derivante da fallimenti o dalla inadeguatezza dei processi interni).

In considerazione della suddetta disciplina la Sgr è tenuta a prevedere disposizioni, procedure e tecniche adeguate ed efficaci per individuare, misurare e gestire in qualsiasi momento i rischi ai quali può essere esposto il fondo[121].

Il rispetto del principio generale di agire sempre e comunque nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati implica poi che, nell'esercizio della propria discrezionalità, la Sgr prima di compiere un investimento sia tenuta ad effettuare le necessarie attività di *due diligence*.

Da ultimo occorre precisare che per la valutazione del merito creditizio delle attività presenti in portafoglio – attività questa che può esporre il fondo ai richiamati rischi di credito e controparte – la Sgr non può affidarsi

[121] Per ogni fondo gestito, la società dovrà, inoltre, *(i)* mettere in atto le disposizioni, le procedure e le tecniche di misurazione del rischio necessarie per garantire che i rischi delle posizioni assunte e il loro contributo al profilo di rischio complessivo siano misurati accuratamente sulla base di dati solidi e affidabili e che le disposizioni, procedure e tecniche di misurazione del rischio siano adeguatamente documentate; *(ii)* effettuare periodicamente verifiche a posteriori al fine di valutare la validità delle disposizioni in materia di misurazione dei rischi che comprendono previsioni e stime basate su modelli; *(iii)* svolgere periodicamente prove di stress e analisi di scenari appropriati per tenere conto dei rischi derivanti da possibili variazioni delle condizioni di mercato che potrebbero avere conseguenze negative; *(iv)* assicurare che il livello attuale di rischio sia conforme ai limiti di rischio fissati dalla società; *(v)* istituire, attuare e mantenere procedure adeguate che, in caso di violazione effettiva o prevista dei limiti di rischio, consentano l'adozione tempestiva di misure correttive nel miglior interesse degli investitori; *(vi)* garantire che vi siano sistemi e procedure appropriati per la gestione della liquidità per ciascun fondo.

esclusivamente alle valutazioni emesse dalle agenzie di *rating*, ma deve assicurare che siano condotte adeguate e autonome stime interne.

Al riguardo anche la Consob, con Comunicazione n. 0062557 del 22 luglio 2013 sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di *rating*[122], ha evidenziato la necessità che i gestori collettivi, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, adottino opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di *rating* nelle decisioni di investimento e disinvestimento. Tale orientamento si traduce nell'obbligo di adottare adeguati e trasparenti processi interni di valutazione del merito di credito.

Alla luce di quanto sopra, appare evidente che la "gestione del rischio" da parte di una Sgr coincide con la "pianificazione del rischio" a cui il portafoglio può essere esposto. Questa pianificazione consente di definire una banda di oscillazione ideale del portafoglio – il cosiddetto profilo rischio-rendimento – che permette di stabilire le azioni da intraprendere nel caso in cui il suo valore vada oltre la soglia prevista.

6. Regole di vigilanza informativa e ispettiva

Il Tuf e il Tub, oltre alle norme di condotta sopra menzionate, prevedono un controllo esterno sull'operato delle società di gestione da parte della Banca d'Italia e della Consob.

In particolare, ai fini di una sana e prudente gestione di tali intermediari, assume rilievo l'acquisizione tempestiva da parte delle suddette autorità di taluni elementi informativi di carattere periodico, che possono consentire, tra

[122] Nei medesimi termini si vedano anche la Comunicazione della Banca d'Italia del 22 luglio 2013 sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito e sull'utilizzo dei *rating* nel servizio di gestione collettiva del risparmio, la Lettera al mercato dell'IVASS del 22 luglio 2013 sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito in relazione all'utilizzo dei giudizi emessi dalle agenzie di *rating*, nonché la Circolare della COVIP del 22 luglio 2013 prot. n. 5089 sull'utilizzo dei giudizi delle agenzie di *rating* da parte delle forme pensionistiche complementari.

l'altro, di verificare la corretta applicazione e l'osservanza delle norme di vigilanza da parte dell'intermediario[123].

A tal fine le società di gestione sono tenute a garantire il puntuale invio delle suddette informazioni all'autorità di vigilanza competente, secondo modalità e termini stabiliti dalla normativa secondaria. La materia, infatti, oltre ad essere regolata dalla legge[124], è disciplinata dal Regolamento sulla Gestione Collettiva[125].

Con specifico riferimento alle Sgr, il suddetto Regolamento stabilisce infatti che debbano essere preventivamente comunicate alla Banca d'Italia «*le operazioni che possono avere riflessi significativi sull'operatività complessiva dell'intermediario, sull'adeguatezza patrimoniale e/o sull'assetto organizzativo dello stesso*» (art. 1, Titolo IV, Capitolo III, Sezione II)[126]. In tali circostanze le Sgr saranno tenute a rappresentare all'autorità di vigilanza non soltanto il razionale strategico dell'operazione che intendono effettuare, ma altresì gli effetti che la stessa può produrre sull'organizzazione interna dell'intermediario.

All'autorità di vigilanza, inoltre, dovrà essere trasmessa ogni decisione concernente l'intenzione di apportare modifiche al modello di amministrazione e controllo del gestore. La Sgr, in tal caso, dovrà infatti predisporre e trasmettere alla Banca d'Italia – prima che le relative

---

[123] Per un dettagliato elenco degli obblighi informativi imposti alle Sgr si veda il "*Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati*", adottato dalla Consob con Delibera n. 17297 del 28 aprile 2010, aggiornato con Delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 e con Delibera n. 20197 del 22 novembre 2017.

[124] Cfr. l'art. 17 del Tuf, relativo alla possibilità per la Banca d'Italia di richiedere informazioni sui partecipanti al capitale di Sgr, Sicav e Sicaf; l'art. 58 del Tub, relativo alla cessione di rapporti giuridici, che si applica anche ai soggetti non bancari inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata ai sensi dell'art. 65 del Tub, nonché la Direttiva Aifmd e il Regolamento 231.

[125] Si veda anche il "*Manuale delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza per gli Organismi di investimento Collettivo del Risparmio*" adottato dalla Banca d'Italia con Circolare n. 189 del 21 ottobre 1993

[126] Tra le operazioni da comunicare preventivamente alla Banca d'Italia rientrano, a titolo esemplificativo: l'acquisto o la cessione di rapporti giuridici qualora il prezzo convenuto per la cessione superi il 10 per cento del patrimonio di vigilanza, la riduzione del capitale sociale ovvero la distribuzione delle riserve.

determinazioni siano sottoposte al vaglio dell'assemblea dell'intermediario – un prospetto concernente il nuovo assetto organizzativo che intende realizzare.

In merito poi alle informazioni economiche e finanziarie, le Sgr sono tenute ad inviare alla Banca d'Italia copia del verbale dell'assemblea che ha approvato il bilancio di esercizio (e di quello consolidato, ove redatto), nonché a trasmettere le relazioni semestrali e annuali relative a ciascun fondo o comparto gestito, unitamente alla relazione degli amministratori e quella del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

Un ruolo di vigilanza indiretta è altresì riconosciuto in capo all'organo di controllo interno, il quale è tenuto ad informare senza indugio la Banca d'Italia di ogni atto o fatto di cui sia venuto a conoscenza nell'esercizio delle sue funzioni, che possa costituire un'irregolarità nella gestione o una violazione delle norme che disciplinano l'attività delle Sgr[127].

In merito poi alla vigilanza ispettiva, disciplinata dal Titolo IV, Capitolo IV del medesimo Regolamento sulla Gestione Collettiva, è riconosciuta alla Banca d'Italia la facoltà di effettuare accertamenti presso ogni Oicr italiano, nonché presso le società di gestione e i Gefia UE aventi succursale in Italia.

Più in particolare, le ispezioni sono volte ad accertare che l'attività degli intermediari soddisfi i criteri di sana e prudente gestione societaria e che la stessa sia espletata in conformità alle disposizioni di vigilanza. L'accertamento ispettivo è finalizzato a valutare la complessiva situazione organizzativa dell'intermediario, nonché a verificare la regolarità e l'attendibilità delle informazioni che sono state trasmesse alla Banca d'Italia.

Gli accertamenti possono inoltre riguardare la complessiva situazione aziendale dell'intermediario (o, se del caso, di suoi specifici comparti operativi), e consentire all'autorità di vigilanza di valutare l'adeguatezza delle

[127] In tal caso il Regolamento prevede la trasmissione alla Banca d'Italia dei verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti dall'organo di controllo.

eventuali azioni correttive poste in essere dalla Sgr a seguito delle criticità riscontrate dalla Banca d'Italia.

Le risultanze delle indagini sono infine esposte in un rapporto ispettivo – contenente la descrizione circostanziata dei fatti e degli atti ritenuti non conformi alla normativa di settore – che viene trasmesso (integralmente o parzialmente) ai membri dell'organo con funzioni di controllo e al responsabile dell'esecutivo del soggetto vigilato[128].

[128] Nel termine di 30 giorni dalla consegna del suddetto fascicolo la società interessata potrà far conoscere alla Banca d'Italia le proprie osservazioni «*in ordine a quanto emerso dall'ispezione, nonché i provvedimenti già attuati e quelli posti allo studio per eliminare le anomalie e le manchevolezze accertate*» (art. 1, del Titolo IV, Capitolo IV, Sezione II).

Capitolo III

Liquidazione ordinaria del fondo comune e crisi del gestore

SOMMARIO: 1. Liquidazione ordinaria ed estinzione del fondo comune - 2. Sopravvivenze e sopravvenienze alla liquidazione del fondo - 3. Conseguenze e interferenze tra crisi del patrimonio gestito e crisi del gestore - 4. L'amministrazione straordinaria delle Sgr - 5. La liquidazione coatta amministrativa della Sgr.

1. Liquidazione ordinaria ed estinzione del fondo comune

In via preliminare occorre evidenziare che il legislatore non ha previsto una specifica disciplina in merito alla liquidazione del fondo nel caso di scadenza del termine, originario o prorogato, stabilito per la sua durata[129]. Soltanto il Regolamento sulla Gestione Collettiva prevede una scarna disciplina, la quale peraltro nulla dispone circa gli effetti della liquidazione sui rapporti giuridici pendenti.

In termini astratti, l'art. 4.5, Titolo V, Capitolo I, Sezione II del Regolamento sulla Gestione Collettiva, con riferimento alla liquidazione dei fondi comuni, stabilisce che il loro regolamento debba almeno prevedere: *(i)* le cause di liquidazione, *(ii)* gli organi della società di gestione competenti a deliberarne la liquidazione, *(iv)* l'obbligo gravante sulla Sgr di comunicare preventivamente alla Banca d'Italia la decisione di procedere alla liquidazione, nonché *(v)* la pubblicazione, sulle medesime fonti previste nel regolamento per la diffusione del valore della quota, dell'avvenuta delibera di liquidazione[130].

---

[129] Considerando la disciplina dettata dal codice civile in materia di società di capitali, è possibile affermare, dal punto di vista sistematico, che la liquidazione consiste in un procedimento – avviato al ricorrere di una causa di scioglimento (ad esempio, la maturazione di un termine di durata) – che si svolge mediante regole predeterminate, finalizzate al pagamento dei creditori dell'entità destinata all'estinzione e alla ripartizione dell'eventuale residuo attivo tra gli aventi diritto.

[130] Nella prassi, i regolamenti dei fondi si limitano spesso a riprodurre pedissequamente quanto stabilito nel citato Regolamento sulla Gestione Collettiva.

Una volta approvata la delibera di liquidazione del fondo, l'attività di emissione e rimborso delle quote verrà sospesa e si darà avvio ad una procedura finalizzata alla liquidazione e alla ripartizione del patrimonio comune.

Più in particolare, al fine di liquidare l'attivo del fondo, l'organo della Sgr con funzione di supervisione strategica sarà tenuto a smobilizzare le attività che compongono il patrimonio del fondo, secondo un piano di smobilizzo che andrà portato a conoscenza della Banca d'Italia[131].

Terminate le suddette operazioni, il gestore redigerà un rendiconto finale di liquidazione[132], accompagnato da una relazione degli amministratori, nonché un piano di riparto delle somme di denaro spettanti ai partecipanti (le quali verranno determinate in base al rapporto tra ammontare delle attività liquide e numero delle quote in circolazione)[133].

Il rendiconto finale di liquidazione – corredato da una relazione di certificazione predisposta dal revisore legale dei conti – dovrà poi essere trasmesso alla Banca d'Italia e, successivamente, messo a disposizione del pubblico presso la sede del gestore, con l'indicazione del giorno di inizio delle operazioni di rimborso. La notizia dell'avvenuta redazione del rendiconto finale di liquidazione e della data di avvio del riparto sarà poi comunicata ai singoli partecipanti e pubblicata sulle medesime fonti previste nel regolamento per la diffusione del valore della quota.

Il piano di riparto sarà infine posto in esecuzione dalla banca depositaria, la quale provvederà, su istruzione del gestore, al rimborso delle quote nella misura prevista dal rendiconto finale.

---

[131] La richiamata disposizione non prevede alcuna facoltà di controllo o di censura da parte della Banca d'Italia, la quale deve solo essere informata del piano di smobilizzo deliberato dalla Sgr. La regolarità e la trasparenza dell'operazione sono comunque garantite dagli stringenti limiti posti dalla legislazione fiscale e dalla necessità che, al termine della liquidazione, il rendiconto finale sia certificato da una società di revisione.

[132] Tale documento dovrà tenere conto, tra l'altro, delle passività note o conoscibili al momento della sua predisposizione, con l'obiettivo di fotografare al meglio le potenziali passività residue e stimare i potenziali rischi connessi alla loro emersione.

[133] Cfr. Capitolo I, § 6.

Il Regolamento sulla Gestione Collettiva, inoltre, stabilisce che le somme non riscosse dai titolari delle quote siano depositate, entro un termine prestabilito dall'inizio delle operazioni, in un conto intestato alla società di gestione «*con l'indicazione che trattasi di averi della liquidazione del fondo, con sottorubriche nominative degli aventi diritto ovvero, qualora i certificati di partecipazione siano al portatore, indicanti l'elenco dei numeri di serie dei certificati*».

La procedura di liquidazione del fondo terminerà infine con una comunicazione alla Banca d'Italia contenente l'avvenuto riparto e l'ammontare delle eventuali somme non riscosse da parte degli aventi diritto[134].

L'estinzione del fondo così realizzata comporterà il venir meno dell'organismo che si è posto quale centro d'imputazione dei diritti e degli obblighi derivanti dai rapporti giuridici intercorsi con il gestore.

Con specifico riferimento ai Fia immobiliari, occorre invece segnalare che il Regolamento sulla Gestione Collettiva prevede una specifica procedura di liquidazione. Il regolamento di tali fondi, infatti, oltre alle informazioni richieste *sub (i)-(v)* deve altresì prevedere: *(vi)* il termine massimo entro il quale la società di gestione deve procedere al rimborso delle quote alla scadenza del termine di durata del fondo, *(vii)* gli eventuali casi in cui è possibile una proroga del termine di durata del fondo (comunque non superiore a tre anni) per il completamento della liquidazione degli investimenti, nonché *(viii)* l'eventuale possibilità di rimborso parziale, in misura proporzionale, delle quote nel corso del periodo di liquidazione.

[134] Occorre inoltre tenere presente che il regolamento di gestione dei fondi può anche prevedere e disciplinare le ipotesi in cui la società di gestione possa seguire, nella liquidazione del fondo, una procedura semplificata (ad esempio, in caso di ridotto numero dei partecipanti o dell'ammontare del fondo).

Ai partecipanti dovrà inoltre essere dato avviso dei tempi e delle modalità di esecuzione del rimborso parziale delle quote, nonché dei tempi e delle modalità di esecuzione del rimborso finale.

In considerazione delle richiamate disposizioni – analogamente a quanto osservato con riferimento alle altre tipologie di fondi – allo scadere del termine di durata dei Fia immobiliari, la società di gestione sarà tenuta, anche in tal caso, alla liquidazione dell'attivo sulla base di un piano di smobilizzo.

Laddove il processo di dismissione degli attivi non sia completato in tempo, la Sgr – in assenza di un accordo con i partecipanti in merito alla proroga del termine di durata del fondo –potrebbe avvalersi del c.d. periodo di grazia, della durata massima di tre anni, finalizzato esclusivamente al completamento dello smobilizzo degli investimenti.

La previsione di tale finestra temporale risponde all'esigenza di concedere al gestore un ulteriore periodo di tempo per terminare le attività di dismissione del patrimonio del fondo. Tuttavia, anche alla scadenza di tale periodo, potrebbero residuare nel patrimonio del fondo taluni beni (rimasti invenduti) ed essere pendenti posizioni attive o passive da definire ai fini della redazione e dell'approvazione del rendiconto finale di liquidazione[135].

L'esperienza applicativa dimostra tuttavia come la procedura di liquidazione tracciata dalle norme regolamentari sopra menzionate, sia inadeguata a garantire un'efficiente liquidazione del patrimonio del fondo. La molteplicità dei rapporti instaurati dalle società di gestione – soprattutto nel

[135] Con specifico riferimento ai fondi immobiliari va precisato che, in base alla tipologia di sottoscrittore, le relative quote di partecipazione possono essere destinate al mercato *retail* ovvero riservate a investitori qualificati. Il procedimento di liquidazione dei fondi *retail* – i quali sono caratterizzati da stringenti obblighi informativi in ragione della loro quotazione – sarà integralmente gestito dalla Sgr e la liquidazione avverrà pressoché obbligatoriamente in denaro (previo disinvestimento di tutti i cespiti immobiliari componenti il patrimonio del fondo) seguendo il meccanismo di liquidazione evidenziato nel testo. Viceversa, nel caso dei fondi immobiliari riservati (o comunque caratterizzati da una ristretta base partecipativa), potendo la liquidazione avvenire tanto in denaro, quanto in natura, il procedimento di liquidazione potrà anche essere caratterizzato da una vera e propria negoziazione con i partecipanti, la quale si innesterà quale autonoma fase nell'ambito del processo liquidatorio del patrimonio fondo.

caso in cui esse gestiscano *asset* immobiliari – può infatti determinare l'emergere di conseguenze anche a distanza di anni rispetto alla cessazione della fase di liquidazione del fondo.

In ogni caso, a prescindere dalla tipologia dei fondi comuni posti in liquidazione e dalle conseguenze che possono sopraggiungere all'esito di tale fase (esaminate, più nel dettaglio, nel successivo § 2), il Regolamento sulla Gestione Collettiva ha previsto una procedura di liquidazione *in bonis* ispirata ai criteri di rapidità e trasparenza, nell'intento di preservare il diritto dell'investitore alla certezza della durata del proprio investimento. Il rispetto di tali principi dovrebbe pertanto indurre l'interprete a considerare la fase liquidatoria come un momento circoscritto finalizzato esclusivamente al rimborso finale dei partecipanti, nel rispetto dei termini indicati nel regolamento di gestione.

2. Sopravvivenze e sopravvenienze alla liquidazione del fondo

La procedura di liquidazione del fondo riveste particolare importanza soprattutto considerando il fatto che a seguito della sua conclusione si estingue, come detto, l'organismo che si è posto quale centro d'imputazione delle attività svolte, per suo conto, dalla società di gestione.

Nulla esclude, tuttavia, che a seguito della liquidazione del fondo emergano delle "sopravvivenze" attive o passive (ovvero elementi non contemplati nel rendiconto finale di liquidazione, ma già presenti nel patrimonio del fondo al momento della sua estinzione), ovvero come accade più di frequente delle "sopravvenienze" attive o passive (cioè elementi dell'attivo o del passivo non presenti nel rendiconto finale di liquidazione, venuti ad esistenza dopo l'estinzione del fondo)[136].

[136] Tale problematica si riscontra, seppur in termini parzialmente diversi, anche per le società di diritto comune. Al riguardo si veda, G. COTTINO, *La difficile estinzione della società: ancora un intervento (chiarificatore?) delle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2013, p. 862 ss.; ID., *La difficile estinzione delle società: ancora qualche (libera) divagazione sul punto*, in *Giur. It.*, 2012, p. 2573 ss.; R. WEIGMANN, *La difficile estinzione delle società*, in *Giur. it.*, 2010,

Se, da un lato, è pacifico che in caso di sopravvivenze o sopravvenienze attive le eccedenze debbano essere ripartite a favore dei soggetti che partecipavano al fondo comune in proporzione alla quota detenuta al momento della liquidazione, non altrettanto può dirsi con riferimento alle sopravvivenze o sopravvenienze passive.

Tale eventualità può verificarsi soprattutto ove si abbia riguardo ai fondi comuni immobiliari[137], rispetto ai quali, in considerazione della tipologia dei negozi giuridici conclusi per suo conto dalla Sgr, è maggiore il rischio che possano emergere passività successivamente alla loro estinzione[138].

Con riferimento alla suddetta possibilità si pongono fondamentalmente due ordini di interrogativi. In primo luogo, occorre stabilire la natura delle richiamate obbligazioni. In secondo luogo, occorre invece individuare il responsabile di tali obbligazioni, posto che a far data dalla scadenza del fondo devono considerarsi scaduti anche tutti i suoi organi (in caso di fondi chiusi, l'assemblea dei partecipanti).

Con riferimento al primo aspetto, occorre evidenziare che le obbligazioni che possono sorgere successivamente alla (o in conseguenza della)

1616 ss.; R. COSTI, *La cancellazione delle società per azioni ed il problema delle sopravvenienze passive*, in *Giur. it.*, 1964, I, 1, p. 1355 ss.; ID., *Le sopravvenienze passive dopo la liquidazione delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, p. 280 ss.

[137] Secondo P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali di crisi d'impresa,* in *Fallimento*, 2014, 6, p. 618 «*limitarsi a considerare il fondo (perlomeno sempre e necessariamente) come un mero "patrimonio" oggetto passivo di gestione da parte di un diverso soggetto professionale (la SGR) pare davvero riduttivo; e il limite di questo approccio analitico emerge massimamente ove si abbia riguardo alla tipologia dei fondi immobiliari*».

[138] Come ricorda S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Rivista ODC*, 2018, 1, p. 28 i fondi comuni immobiliari «*si sono sviluppati sul finire del secondo millennio e nei primi anni del terzo, avvantaggiandosi della "bolla" speculativa allora in atto nel comparto immobiliare, per poi risentire drammaticamente della crisi che ha investito questo mercato nell'ultimo decennio, e che perdura tutt'ora. Il crollo dei valori immobiliari ha determinato due principali effetti marcatamente pregiudizievoli: a) la maturazione di perdite, per i sottoscrittori, in luogo dei (lauti) guadagni sperati; nonché b) la difficoltà delle stesse operazioni di dismissione degli immobili oggetto degli investimenti del Fondo, in un contesto nel quale la "domanda" non era in grado di soddisfare la "offerta", se non in termini imprevedibilmente ridotti*».

liquidazione di un fondo comune possono avere sia natura contrattuale (qualora derivino dalla violazione di un preesistente vincolo giuridico), che natura extracontrattuale (qualora sia stato violato il generale principio del *neminem laedere* di cui agli artt. 2043 e ss. del cod. civ.).La riconducibilità di una sopravvivenza o sopravvenienza passiva all'una o all'altra tipologia di obbligazione determina inoltre un differente termine di durata della prescrizione, che sarà decennale nel caso di responsabilità contrattuale (ai sensi dell'art. 2946 del cod. civ.), ovvero quinquennale nel caso di responsabilità extracontrattuale (ai sensi dell'art. 2947 del cod. civ.)[139].

Peraltro, nulla esclude che in aggiunta alla responsabilità civile possano sussistere forme di responsabilità penale o amministrativa, le quali potrebbero determinare ulteriori obbligazioni anche di natura risarcitoria (si pensi alla responsabilità civile da reato o alle obbligazioni in materia urbanistica e ambientale).

In ogni caso, mentre per le obbligazioni sorte successivamente all'estinzione del fondo (ma non correlate al processo liquidatorio) si pone la questione di stabilirne il soggetto responsabile, le obbligazioni sorte in conseguenza della liquidazione del patrimonio comune andranno riferite esclusivamente alla società di gestione, posto che essa è l'unico soggetto responsabile della fase liquidatoria del fondo.

In merito al secondo interrogativo, è necessario invece evidenziare che l'individuazione del responsabile di tali obbligazioni è una problematica strettamente connessa alla tradizionale difficoltà di individuare il soggetto titolare dei rapporti giuridici che fanno capo al fondo.

Per comprendere meglio la rilevanza del problema, si consideri il caso in cui al momento della scadenza del termine di durata del fondo, siano ancora in corso le attività di liquidazione del patrimonio comune. Questa possibilità

[139] Sono esclusi i casi in cui la legge prevede un termine di prescrizione differente. Si pensi – per quanto interessa i fondi immobiliari – all'art. 2950 del cod. civ. il quale dispone che il diritto del mediatore al pagamento della provvigione si prescrive in un anno.

– che potrebbe verificarsi, come detto, soprattutto ove si considerino i fondi immobiliari – potrebbe far sorgere rilevanti problemi applicativi concernenti, anche in tal caso, l'individuazione del soggetto tenuto a sostenere le spese di gestione dei beni invenduti, nonché l'individuazione del soggetto a favore del quale andrebbe riconosciuto il ricavato derivante dalla successiva liquidazione dei medesimi beni.

L'assenza di qualsivoglia disposizione normativa o regolamentare sul punto ha indotto (per non dire, costretto) le società di gestione ad affrontare le problematiche concernenti la gestione delle responsabilità connesse alla scadenza dei fondi adottando differenti soluzioni operative[140].

Alcune società hanno ritenuto opportuno stipulare con il fondo gestito un accordo in forza del quale sono state trasferite al gestore tutte le attività, le passività e le liquidità residue del fondo, fermo restando il riconoscimento degli eventuali residui attivi di liquidazione in capo ai partecipanti.

In altri casi, invece, la società di gestione ha preferito impegnarsi a completare le attività di liquidazione entro la scadenza prevista dal regolamento del fondo gestiti, mantenendo però – a titolo di fondo rischi – una somma corrispondente alle liquidità non distribuite ai partecipanti, con l'impegno di riconoscere a questi ultimi le eventuali eccedenze derivanti dalle minori somme pagate (rispetto a quelle preventivate) per estinguere le sopravvenienze emerse.

---

[140] Con specifico riferimento alle strategie adottate dalla società di gestione cfr. S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento*, cit., 2018, 1, p. 29, il quale afferma come i richiamati problemi «*devono essere apparsi, alle SGR che hanno dovuto registrare la scadenza del termine di durata di alcuni FCI immobiliari negli ultimi due anni, di tale complessità da indurre alla liquidazione del Fondo (cioè degli immobili) entro la data del termine di scadenza, "ad ogni costo": con modalità, cioè (ad esempio: vendita ad operatori-terzi, ma riacquisizione della gestione degli immobili attraverso la assunzione di un mandato gestorio conferito dal neo-proprietario alla SGR "venditrice"), oggettivamente inusuali; oppure in contropartita di prezzi (ad esempio: di molto inferiori ai valori stimati dagli Esperti Indipendenti nel contesto della predisposizione dei Rendiconti periodici pubblicati pochi mesi prima) oggettivamente mortificanti – con la conseguenza della emersione di una possibile responsabilità risarcitoria nei confronti dei Partecipanti-Investitori, per una inadeguata programmazione delle attività di liquidazione*».

Al fine di estendere di fatto la durata del fondo, taluni gestori hanno invece scelto di procedere alla fusione del fondo in scadenza con altro fondo avente una durata residua maggiore, assegnando ai partecipanti del primo quote di quello incorporante.

In tutti questi i casi le società di gestione hanno tentato di superare le problematiche concernenti la scadenza dei fondi gestiti imputandosi la responsabilità delle passività residue o trasferendo tale responsabilità ad altro soggetto giuridico.

Nonostante gli sforzi dei gestori, anche le soluzioni sopra indicate non sono prive di criticità: si pensi all'ingiustificato rischio assunto dalle società di gestione qualora i fondi rischi stanziati non siano sufficienti ad estinguere le passività emerse dopo la scadenza del fondo. Il trasferimento di attività del fondo in capo alla società di gestione esporrebbe peraltro i partecipanti – in ipotesi di insolvenza del gestore – al rischio di concorrere con gli altri creditori della Sgr al fine del soddisfacimento delle proprie ragioni creditorie[141].

Peraltro, l'esercizio "ultrattivo" del mandato gestorio della Sgr imporrebbe di stabilire le sorti dell'eventuale residuo attivo o passivo di liquidazione[142]. Nel primo caso, come anticipato, esso andrebbe certamente ripartito tra i partecipanti in proporzione al numero delle quote possedute alla data di scadenza del fondo.

---

[141] Sarebbe infatti difficile immaginare che la separazione patrimoniale esistente per effetto della costituzione del fondo sopravviva allo stesso, impedendo in tal modo la confusione delle attività trasferite alla Sgr con il patrimonio sociale della stessa.

[142] Sul tema cfr. S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento*, cit., 2018, 1, p. 30 ss. secondo cui «[l]*a SGR non diviene "titolare" dei rapporti giuridici originati da atti di gestione del "Fondo"; né è responsabile delle obbligazioni che dagli stessi si generano (art. 36, co. 4, T.U.F.). Ad avviso di chi scrive, la gestione della fase deputata ad "accompagnare" l'esaurimento dei rapporti giuridici riferibili alla gestione del Fondo, dopo la scadenza del termine di durata dello stesso, deve mantenere ferma la estraneità del patrimonio della SGR tanto rispetto alle attività, quanto rispetto alle passività "superstiti" rispetto alla scadenza del Fondo*».

Qualora invece permanga un residuo passivo di gestione non pare altrettanto scontato affermare una responsabilità della società di gestione nei confronti dei creditori del fondo rimasti insoddisfatti.

In tale ultimo caso potrebbe invero essere ipotizzabile applicare analogicamente quanto previsto dall'art. 2495 del cod. civ. nel caso di eccesso di distribuzione ai soci del risultato della liquidazione del patrimonio sociale. Qualora tale disposizione si ritenesse effettivamente applicabile anche ai fondi comuni, i relativi creditori potrebbero agire direttamente nei confronti dei partecipanti, nei limiti dell'importo ricevuto in base al rendiconto finale di liquidazione, mentre la Sgr potrebbe ritenersi responsabile soltanto nei limiti di quanto previsto dall'art. 2495, comma 2, del cod. civ., ossia nell'ipotesi in cui «*il mancato pagamento* [dei creditori della società posta in liquidazione] *è dipeso da colpa*» del liquidatore.

Al riguardo occorre però osservare che le disposizioni normative e regolamentari dei fondi comuni non contengono alcun rinvio alla richiamata disciplina civilistica, limitandosi invece a prevedere che «*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*»[143].

Per converso, a sostegno della suddetta applicazione analogica, potrebbe essere utile rammentare che l'art. 35-*octies*, comma 7, del Tuf, dispone che «*per quanto non previsto dal presente articolo alla Sicav e alla Sicaf si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del libro V, titolo V, capo VIII, del codice civile*», tra le quali rientra proprio l'art. 2495 del cod. civ.

Le disposizioni in esso contenute, pertanto, risulterebbero applicabili (anche) alle Sicaf e alle Sicav, le quali – analogamente ai fondi comuni di investimento – sono organismi d'investimento collettivo del risparmio.

Al fine di verificare la sostenibilità dell'applicazione analogica dell'art. 35-*octies*, comma 7, del Tuf ai fondi comuni di investimento, occorre però

[143] Cfr. art. 36, comma 6, del Tuf.

tenere presente le diverse modalità operative dei fondi rispetto a quelle delle Sicav e delle Sicaf[144]. Ed infatti, soprattutto con riguardo ai fondi comuni immobiliari, pare difficile sostenere che i partecipanti, in caso di sopravvenienze passive, siano tenuti a restituire, in tutto o in parte, quanto ricevuto in sede di liquidazione.

D'altro canto, non pare neppure compatibile con il principio di certezza della durata dell'investimento, non concludere la fase liquidatoria al fine di mantenere tutte le somme rimborsabili a garanzia di eventuali futuri creditori del fondo in liquidazione, sino alla completa definizione delle passività pendenti o sopravvenienti.

In considerazione di quanto sopra si ritiene necessario un intervento del legislatore che possa contemperare, da un lato, l'opportunità di identificare un soggetto responsabile delle suddette obbligazioni e, dall'altro, la necessità di evitare che i partecipanti ad un fondo comune restino obbligato *sine die*, o comunque per una durata incompatibile con la logica che sorregge il loro investimento[145].

Laddove invece si volesse sostenere una "responsabilità oggettiva" della Sgr, ciò si porrebbe in palese contrasto con l'art. 36 del Tuf, ai sensi del quale «[…] *delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*».

3. Conseguenze e interferenze tra crisi del patrimonio gestito e crisi del gestore

[144] Nel settore del risparmio gestito vige il principio della piena autonomia della società di gestione rispetto alla volontà dei partecipanti al fondo, ai quali sono riconosciuti limitati diritti di *governance*. Al socio di Sica/Sicaf, invece, è riconosciuta una maggiore possibilità di incidere sulla *governance* dell'intermediario, indipendentemente, poi, dall'effettivo esercizio di tale prerogativa.

[145] Cfr. G. GREA, *Fondo immobiliare e liquidazione* in bonis: quid iuris *in caso di sopravvenienze passive?*, consultabile all'indirizzo http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-07-17/fondo-immobiliare-liquidazione-bonis-110859.php.

I profili maggiormente problematici che interessano la disciplina dei fondi comuni derivano – come già evidenziato – dalla dissociazione fra titolarità e disponibilità dei beni compresi nel patrimonio del fondo[146]. Ciò emerge soprattutto in presenza di una crisi patrimoniale e/o finanziaria del fondo comune[147] o della società di gestione che lo amministra.

Con specifico riferimento a queste ultime, il legislatore – analogamente a quanto si verifica per le imprese che svolgono attività bancaria e a taluni altri intermediari finanziari – in ragione nella natura degli interessi di rango costituzionale che il dissesto di questi soggetti coinvolge, ha previsto una disciplina speciale rispetto a quella applicabile alle società per azioni di diritto comune.

Mentre infatti la crisi di queste imprese si riflette principalmente sull'interesse satisfattivo del ceto creditorio, la crisi degli intermediari finanziari, deve tener conto anche dell'interesse generale alla stabilità del sistema finanziario. Quest'ultimo, infatti, può essere pregiudicato dal c.d. rischio sistemico, ossia il rischio che la crisi di un intermediario (di qualunque natura esso sia) possa generare a cascata fenomeni di insolvenza di altri intermediari in ragione della connessione giuridica ed economica che lega tali soggetti[148].

---

[146] È la stessa giurisprudenza a ritenere che «*nel caso in cui la Sgr. sia interessata da una procedura concorsuale liquidatoria entrano in gioco gli artt. 57, comma 3, Tuf e 83, comma 2, Tub* […], *che fanno riaffiorare la questione del rapporto contrattuale esistente tra la Sgr e gli investitori, "proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo", ed emergere profili di criticità in ordine ai poteri riservati agli organi della procedura di liquidazione coatta amministrativa*» (App. Venezia, 1 marzo2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 10, 1, p. 812).

[147] Tale crisi potrebbe dipende soprattutto dalla possibilità riconosciuta ai fondi comuni di ricorrere alla leva finanziaria per incrementare il volume della massa gestita. Se ciò non fosse consentito, infatti, l'eventuale crisi del fondo si ripercuoterebbe unicamente sulla maggiore o minore entità del patrimonio residuo finale da ripartire tra i partecipanti (o in concorso tra loro e gli eventuali ulteriori creditori, nel caso dei fondi comuni immobiliari).

[148] La Legge 12 agosto 2016, n. 170, in vigore dal 16 settembre 2016, al fine di allineare il nostro sistema alla Raccomandazione CERS/2013/1 del Comitato europeo per il rischio ha delegato il Governo ad istituire entro un anno il "Comitato per le politiche macroprudenziali", autorità indipendente con il compito di *(i)* valutare i rischi per la stabilità finanziaria e di *(ii)* raccomandare misure per prevenirli e contenerne gli effetti. In base alla normativa nazionale il richiamato (ma non ancora istituito!) Comitato sarà presieduto dalla Banca d'Italia e

La crisi di un intermediario, inoltre, può pregiudicare la fiducia degli investitori nel sistema finanziario, i quali potrebbero essere indotti, al fine di tutelare maggiormente i propri interessi, ad allocare i propri risparmi altrove[149].

Nella consapevolezza di tali rischi, il legislatore ha ritenuto necessario introdurre strumenti di tutela tempestivi quanto più anticipati rispetto al manifestarsi del dissesto, al fine di contemperare le ragioni degli investitori e quelle di carattere generale appena evidenziate.

In termini generali occorre osservare che il Tuf prevede un'articolata (ma non esaustiva) disciplina della crisi delle Sgr – che ricalca in buona sostanza quella bancaria prevista dal Tub – riferibile tanto a situazioni di difficoltà temporanea, quanto ad una vera e propria insolvenza.

Il legislatore, tuttavia – come meglio si dirà nei successivi paragrafi – si è limitato a disciplinare i riflessi della crisi della Sgr sui fondi comuni di investimento, limitatamente all'ipotesi in cui la Sgr sia sottoposta a liquidazione coatta amministrativa. Ciò potrebbe essere spiegato considerando che la richiamata procedura concorsuale, determinando la revoca dell'autorizzazione amministrativa ad esercitare l'attività di gestione collettiva del risparmio, impedisce alla Sgr di continuare a gestire il patrimonio dei fondi comuni.

Soltanto in questo caso, infatti, «*i commissari liquidatori provvedono alla liquidazione o alla cessione dei fondi da questa gestiti e dei relativi comparti, esercitando a tali fini i poteri di amministrazione degli stessi.* […]» (art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf).

---

opererà con la partecipazione della Consob, dell'Ivass, della Covip e, in qualità di osservatori, del Ministero dell'Economia e delle finanze e dell'AGCM.

[149] Si ricorda che «*la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario*» rappresenta uno degli obiettivi dell'attività di vigilanza della Consob ai sensi dell'art. 5, comma 1, lettera a), del Tuf.

Le altre procedure adottabili in situazioni di crisi del gestore, invece, poiché sono caratterizzate dalla continuità aziendale della Sgr, non dovrebbero di per sé comportare la dismissione dei fondi gestiti.

Risulta invece incompleta la disciplina che il legislatore ha adottato per regolare gli effetti della crisi dei fondi comuni, in assenza di una contestuale o conseguente crisi del gestore.

Il legislatore, infatti, per effetto del D. Lgs. 16 aprile 2012, n. 47, ha inserito nell'art. 57 del Tuf (che disciplina la liquidazione coatta amministrativa delle Sgr), un nuovo comma 6-*bis*, con il quale ha previsto una peculiare (ma, appunto, incompleta) disciplina applicabile alla crisi che può interessare o innescare un fondo comune di investimento.

In via preliminare occorre evidenziare che la crisi della società di gestione può certamente essere determinata da una situazione di difficoltà (temporanea o permanente) dei fondi gestiti[150], così come essere dipendente da cause endogene alla società stessa[151].

Meno diretta è (o meglio, dovrebbe essere) la relazione tra crisi del gestore e crisi del fondo, posto che, di norma, la prima non dovrebbe determinare la seconda.

In punto di diritto, infatti, la crisi della società di gestione dovrebbe limitarsi a provocare la cessione dell'organismo di investimento ad altra Sgr, senza che per effetto di ciò consegua necessariamente la disgregazione del patrimonio del fondo comune. Tuttavia, laddove un'immediata cessione ad altro intermediario non fosse possibile, i commissari liquidatori della società

---

[150] Tale crisi, ancorché temporanea, potrebbe impedire, ad esempio, ai fondi comuni di corrispondere alla Sgr le commissioni di gestione dovute (che rappresentano la principale fonte di ricavi di tali intermediari).

[151] La crisi delle società di gestione può dipendere anche da situazioni di sofferenza economica dell'intermediario, ovvero dipendere dal mancato rispetto delle disposizioni normative, regolamentari e statutarie che governano lo svolgimento della propria attività. In argomento si veda S. BONFATTI, *La disciplina delle crisi delle imprese bancarie, finanziarie e assicurative*, in S. BONFATTI e P.F. CENSONI (a cura di), *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, p. 703 ss.

di gestione, secondo quanto previsto dall'art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf, dovrebbero procedere, in luogo della cessione del fondo, alla sua liquidazione.

Tale liquidazione anticipata rispetto alla scadenza naturale del fondo potrebbe però pregiudicare gli interessi e le ragioni creditorie dei suoi partecipanti, soprattutto ove si abbia riguardo ai fondi immobiliari. La politica di investimento di questa tipologia di fondi, infatti, non si limita ad una serie di atti di investimento e di disinvestimento, ma si traduce piuttosto in una sequenza di attività finalizzate alla valorizzazione dei beni immobili[152].

Per i fondi di investimento diversi da quelli immobiliari, invece, in considerazione della natura degli investimenti effettuati e della prospettiva «*temporalmente limitata e fisiologicamente liquidatoria*» [153] che li caratterizza, sembrerebbe più opportuno considerare la loro crisi in termini esclusivamente patrimoniali.

La dimensione meramente patrimoniale dell'insolvenza della generalità dei fondi comuni sembrerebbe peraltro confermata dal tenore letterale del comma 6-*bis* dell'art. 57 del Tuf, il quale descrive la crisi in termini di impossibilità «*delle attività del fondo o del comparto*» a «*soddisfare le obbligazioni dello stesso*» in assenza di «*ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata*» [154]. A conferma di ciò la Relazione Illustrativa del D. Lgs. n. 47/2012 (che ha introdotto la suddetta disposizione) utilizza significativamente il termine «incapienza» (in luogo del termine «insolvenza») per descrivere la crisi che può interessare i fondi comuni di investimento.

---

[152] Ciò porta a ritenere che l'attività svolta, nel suo complesso, dai fondi immobiliari abbia natura tipicamente imprenditoriale.

[153] Nei medesimi termini P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 619.

[154] In tal senso P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 619. *Contra* S. BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR. La liquidazione giudiziale del fondo o del comparto insolvente*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 6.

Analoghe considerazioni, tuttavia, non possono essere fatte con riguardo ai fondi immobiliari, posto che, come già rilevato, essi esercitano per il tramite della Sgr una vera e propria attività imprenditoriale che considera un orizzonte temporale significativo, rispetto al quale può invece assumere rilevanza il tradizionale concetto di «insolvenza».

Nei confronti dei fondi immobiliari, pertanto, laddove si ritenesse applicabile il disposto dall'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf, potrebbe risultare poco efficiente procedere alla loro liquidazione, soprattutto qualora possano esservi, nell'orizzonte temporale di durata del fondo, prospettive di miglioramento e di recupero dell'equilibrio finanziario. In quest'ultimo caso pare allora senz'altro preferibile ricorrere al tradizionale concetto di insolvenza, in cui è privilegiata la dimensione finanziaria della crisi e la continuità aziendale dell'organismo in sofferenza.

4. L'amministrazione straordinaria della Sgr

In presenza di situazioni di gravi irregolarità amministrative o di instabilità patrimoniale della società di gestione, l'art. 56 del Tuf prevede che possa essere disposta nei confronti della Sgr la procedura di amministrazione straordinaria. In tal caso la gestione dell'impresa viene affidata a soggetti terzi dotati di specifiche competenze professionali, che hanno il compito di ricondurre l'intermediario in una situazione di normalità.

Più in particolare, l'art. 56 del Tuf – con riferimento alle Sgr, ma anche alle Sim, alle Sicav e alle Sicaf – stabilisce che la Banca d'Italia, di propria iniziativa o su proposta della Consob, possa disporre lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo qualora *(i)* risultino gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie che ne regolano l'attività, *(ii)* siano previste gravi perdite del patrimonio della società, ovvero *(iii)* lo scioglimento sia richiesto dagli organi amministrativi, dall'assemblea ovvero dal

commissario nominato dal Presidente della Consob, ove ricorrano situazioni di pericolo per i clienti o per il mercato (a norma dell'art. 7-*sexies*, del Tuf).

Il medesimo articolo integra poi la scarna disciplina dettata dal Tuf stabilendo che trovino applicazione, in quanto compatibili, gli artt. 70 (commi 2, 3, 4 e 5), 71, 72, 73, 74, 75, 75-*bis* e 77-*bis* del Tub[155] «*intendendosi le suddette disposizioni riferite agli investitori in luogo dei depositanti, alle SIM, alle imprese di investimento extracomunitarie, alle società di gestione del risparmio e alle SICAV in luogo delle banche, e l'espressione "strumenti finanziari" riferita agli strumenti finanziari e al denaro*».

L'amministrazione straordinaria è dunque regolata da una disciplina che rinvia per lo più alle disposizioni previste dal Tub con riferimento all'amministrazione straordinaria delle banche e degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del Tub. Un primo effetto della c.d. "bancarizzazione" dell'amministrazione straordinaria degli intermediari finanziari [156] è l'attribuzione alla Banca d'Italia della direzione della procedura e della responsabilità di tutti gli adempimenti connessi[157].

Anche per tale ragione si ritiene che la procedura di amministrazione straordinaria abbia natura mista, non potendo essere qualificata né alla stregua di una procedura concorsuale (in considerazione del fatto che può essere disposta anche a prescindere da una condizione di crisi patrimoniale o

---

[155] Si tratta, in particolare, delle disposizioni in materia di: effetti del provvedimento sulle funzioni delle assemblee e degli altri organi diversi da quelli di amministrazione e di controllo; comunicazione del decreto e della proposta agli interessati; pubblicazione del decreto; durata della procedura; organi della procedura, loro poteri e funzionamento; adempimenti iniziali; sospensione dei pagamenti; adempimenti finali.

[156] Sul processo di graduale avvicinamento delle regole applicabili alle banche e agli intermediari finanziari non bancari cfr. M. PELLEGRINI, *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari. Da un riscontro di regolarità alla "supervisione"*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I, p. 285.

[157] Si è scelto, in tal modo, di valorizzare il patrimonio di risorse accumulato negli anni dalla Banca d'Italia in materia di contenimento del rischio, di stabilità patrimoniale e di sana e prudente gestione degli intermediari sottoposti a vigilanza.

finanziaria dell'intermediario[158]), né come una procedura di risoluzione a carattere esclusivamente amministrativo (posto che il fine di queste procedure è quello di ripristinare la legalità dell'ente attraverso lo scioglimento degli organi dell'impresa sottoposta a risoluzione).

Il provvedimento di amministrazione straordinaria non assolve neppure ad una funzione sanzionatoria, atteso che la procedura in esame ha come principale obiettivo quello di assicurare il risanamento patrimoniale ed amministrativo dell'impresa interessata[159].

Con riguardo invece ai presupposti richiesti dalla legge per l'apertura della procedura, l'art. 56, comma 1, del Tuf prende in considerazione le medesime circostanze individuate dall'art. 70, comma 1, del Tub, ossia quelle indicate *sub (i), (ii), (iii)*[160].

Il primo presupposto consiste nell'esistenza di gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero di gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie che ne regolano l'attività. Il presupposto delle «*gravi irregolarità nell'amministrazione*» si realizza in presenza della violazione di regole tecniche non formalizzate in disposizioni legislative, amministrative o statutarie (poiché, in questi casi, ricorrerebbe il distinto presupposto delle «*gravi violazioni*»), attinenti alla gestione dell'intermediario»[161].

---

[158] Peraltro, rispetto alla più grave misura della liquidazione coatta amministrativa, l'amministrazione straordinaria presuppone che l'impresa sottoposta a tale procedura possa superare la situazione di crisi che la caratterizza.

[159] A. DI AMATO, *Art. 56*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, pag. 757.

[160] Con riguardo ai presupposti oggettivi, si è ritenuta non ostativa all'apertura della procedura in esame la circostanza che la società versi in stato di liquidazione, con la precisazione che il liquidatore dovrà considerarsi alla stregua di organo con funzione di amministrazione.

[161] Dalle finalità perseguite dal provvedimento di amministrazione straordinaria adottato *ex* art. 56, comma 1, lettera a), del Tuf – teso, come detto, a rimuovere gli organi societari e, così facendo, ad interrompere le condotte illecite da questi realizzate – discende che la violazione riscontrata deve essere loro imputabile, quanto meno a titolo di *culpa in vigilando*.

Con riferimento alle gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie occorre osservare che la formulazione letterale del testo sembrerebbe fare riferimento a violazioni di qualsivoglia natura, non limitate quindi alle sole violazioni delle disposizioni previste dalla normativa di settore[162].

Dal rapporto di alternatività con il presupposto di cui all'art. 56, comma 1, lettera b), del Tuf («*gravi perdite del patrimonio*») si desume poi che la procedura di amministrazione straordinaria possa essere disposta anche qualora le violazioni o le irregolarità non abbiano dato luogo a perdite. Ciò conferma che la crisi individuata dal Tuf non coincide con l'insolvenza, essendo sufficiente, per sostituire gli organi di amministrazione e controllo, la presenza di comportamenti potenzialmente pregiudizievoli per la solvibilità dell'intermediario.

Il secondo presupposto che legittima l'adozione della procedura è invece costituito dall'esistenza o dalla previsione di gravi perdite nel patrimonio della società[163]. Tali perdite non devono necessariamente risultare dai bilanci dell'intermediario, ben potendo anche essere soltanto ipotizzabili a seguito degli accertamenti svolti dall'autorità di controllo.

Il legislatore, inoltre, stabilisce espressamente che le gravi perdite debbano essere riferibili al «patrimonio della società». Tale specificazione induce a ritenere che ai fini della procedura in esame non possano assumere rilevanza le perdite (anche prospettiche) riferite al patrimonio dei clienti. Queste ultime infatti integrano un'ipotesi di grave irregolarità soltanto

---

[162] L'art. 56, comma 1, lettera a), del Tuf specifica inoltre che le disposizioni legislative, amministrative o statutarie violate devono riguardare l'attività dell'intermediario. La menzionata precisazione non ha un significato chiaro, posto che la distinzione che il legislatore sembrerebbe aver operato (tra norme sull'attività e norme diverse) non trova alcun riscontro nella disciplina che regola la materia e che, anzi, dà risalto alla stretta relazione esistente tra regole organizzative e regole comportamentali degli intermediari.

[163] Tale presupposto, prescindendo dall'esistenza di violazioni o di irregolarità gestorie, conferma la natura non sanzionatoria del provvedimento che dispone l'amministrazione straordinaria delle Sgr.

qualora siano state causate dalla *mala gestio* della Sgr, mentre risultano irrilevanti se correlate all'alea che caratterizza gli investimenti finanziari.

Anche il giudizio sulla gravità delle perdite è rimesso alla discrezionalità tecnico-amministrativa della Banca d'Italia, la quale dovrà fare ricorso ai criteri interpretativi di cui agli art. 2446 e 2447 del cod. civ. in materia di riduzione del capitale sociale delle società per azioni.

Analogamente a quanto rilevato per il presupposto di cui alla lettera a), le perdite devono essere gravi ma non eccezionali, poiché in tale ipotesi, stante la non reversibilità della crisi, ricorrerebbero i presupposti per l'applicazione della più grave misura della liquidazione coatta amministrativa.

Il terzo presupposto per l'adozione del provvedimento di amministrazione straordinaria indicato dall'art. 56, comma 1, lettera c) è la richiesta avanzata, con istanza motivata, dagli organi amministrativi della società o dall'assemblea straordinaria ovvero dal commissario nominato ai sensi dell'art. 7-*sexies* del Tuf. Nonostante la sua collocazione, tale disposizione non dovrebbe essere considerata un autonomo presupposto della procedura, ma piuttosto un'ulteriore ipotesi di legittimazione attiva alla richiesta di adozione del provvedimento da rivolgere alla Banca d'Italia.

Analogamente a quanto accade nell'ambito dell'amministrazione straordinaria bancaria, l'art. 56 del Tuf stabilisce che tale procedura possa essere disposta al ricorrere dei medesimi presupposti oggettivi previsti per l'apertura della liquidazione coatta amministrativa, sebbene in quest'ultimo caso i richiamati presupposti debbano essere di eccezionale gravità.

Sull'identità dei presupposti – e quindi sul differenziarsi degli stessi unicamente sotto il profilo dell'intensità della loro gravità si è pronunciata anche la giurisprudenza, la quale in più occasioni ha ritenuto che il provvedimento che dispone l'apertura della liquidazione coatta amministrativa possa fondarsi sui medesimi presupposti già posti a fondamento di un provvedimento di amministrazione straordinaria, qualora

fatti già considerati gravi siano successivamente valutati come eccezionalmente gravi[164].

La legge peraltro non fornisce elementi utili per distinguere i casi di grave crisi rispetto a quelli di eccezionale gravità[165]. La dottrina tuttavia ha ravvisato un criterio distintivo nel carattere reversibile ovvero irreversibile della crisi: semplicemente grave – tale quindi da giustificare l'applicazione dell'amministrazione straordinaria – sarebbe la crisi ritenuta reversibile; eccezionalmente grave – e dunque tale da richiedere la messa in liquidazione dell'intermediario – sarebbe invece quella considerata irreversibile[166].

Le medesime difficoltà interpretative sorgono peraltro con riferimento alla gravità dei fatti posti a fondamento dell'amministrazione straordinaria. Anche in tal caso la giurisprudenza ha preso atto della sostanziale assenza di elementi che consentano di distinguere una situazione di crisi da una situazione di "grave" crisi, e ha riconosciuto che «*poiché la legge* […] *non offre i parametri giuridici per stabilire quando ricorra il requisito della gravità, è compito delle autorità creditizie valutare discrezionalmente i fatti accertati, esplicitando l'*iter *logico seguito per ritenere la sussistenza dei presupposti previsti dalla legge per l'adozione del provvedimento»*[167].

Nella prospettiva della giurisprudenza amministrativa, pertanto, la valutazione circa l'intensità della crisi (sia essa grave o eccezionalmente grave), è rimessa alla discrezionalità amministrativa dell'autorità di vigilanza,

---

[164] Cons. Stato 31 maggio 1984, n. 409, in *Giust. civ.*, 1985, I, p. 260.

[165] Anche la giurisprudenza ha preso atto della difficoltà di ricondurre la crisi all'una o all'altra "intensità": per tale motivo essa ha riconosciuto che la valutazione delle irregolarità amministrative, delle violazioni di disposizioni normative e delle perdite patrimoniali "*non può commisurarsi ad un parametro oggettivo precostituito, assumibile in tutte le situazioni*" ma deve essere valutata "*in un quadro operativo concreto*".TAR Lazio 7 maggio 1997, n. 685, in *Banca borsa*, 1998, II, p. 220 ss.

[166] È stato peraltro evidenziato come tale criterio distintivo possa essere adottato unicamente con riguardo alle crisi di natura economica e non anche con riferimento alle crisi originate da violazioni normative ovvero da irregolarità nella gestione: in tale ultimo caso si porrebbe piuttosto in rilievo – in luogo della dicotomia tra crisi reversibile e crisi irreversibile – l'alternativa, in termini giuridici, tra crisi rimediabile e crisi irrimediabile.

[167] TAR Campania Napoli, 26 marzo 1987, n. 170, in *Capolino* 1993, p. 132 ss.

non potendo il giudice sostituirsi a quest'ultima nella valutazione degli interessi coinvolti[168].

Con riferimento invece ai soggetti legittimati a dare impulso alla procedura in esame, il legislatore ha riconosciuto anche alla Consob «*nell'ambito delle sue competenze*» la facoltà di proporre alla Banca d'Italia lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo delle Sgr.

La proposta, unitamente al provvedimento della Banca d'Italia che dispone l'apertura della procedura, viene poi comunicata ai commissari straordinari nominati e «*agli interessati che ne facciano richiesta non prima dell'insediamento*», così come disposto dall'art. 70, comma 3, del Tub, per effetto del rinvio operato dall'art. 56, comma 3, del Tuf[169].

La nozione di «organi con funzione di amministrazione» va riferita a tutti i componenti dell'organo amministrativo, nonché agli organi statutari aventi funzione di supervisione strategica e di gestione, così come definiti

---

[168] In questa prospettiva, si è considerato sufficiente che la valutazione sottesa all'adozione del provvedimento risponda semplicemente a parametri di non irragionevolezza ovvero di non incongruità. Cfr. al riguardo TAR Lazio 20 marzo 1996, in *Banca borsa*, 1997, II, p. 737.

[169] La suddetta disposizione induce l'interprete a ritenere non applicabile alla procedura in esame l'art. 7 della L. 7 agosto 1990, n. 241 – in materia di comunicazione di avvio del procedimento amministrativo – altrimenti applicabile, secondo quanto previsto dall'art. 24 della L. 28 dicembre 2005, n. 262, ai procedimenti della Banca d'Italia e della Consob volti all'emanazione di provvedimenti individuali. La deroga è giustificata dalla giurisprudenza – con specifico riferimento all'omologa disciplina di amministrazione straordinaria bancaria – osservando come «*la conoscenza della possibile adozione del provvedimento e la diffusione della relativa notizia potrebbero provocare panico nei risparmiatori e negli investitori, con conseguente corsa al ritiro dei depositi o alla chiusura dei rapporti con l'intermediario, determinando una turbativa dei mercati*», mentre laddove *«la crisi dell'istituto di credito o dell'intermediario dipende dalla* mala gestio *dei loro amministratori è evidente che la comunicazione dell'avvio di un procedimento preordinato a togliere a questi ultimi la gestione dell'impresa, potrebbe essere occasione di manovre di mascheramento della reale situazione amministrativa e contabile che potrebbero pregiudicare o rendere più difficile l'opera degli organi straordinari*». Per tale ragione «*nel bilanciamento tra l'interesse di amministratori, sindaci e soci alla conoscenza della pendenza del procedimento orientato allo scioglimento degli organi societari e alla sottoposizione della società ad amministrazione straordinaria e l'interesse di risparmiatori e investitori alla stabilità del mercato e alla salvaguardia del valore degli investimenti, il legislatore ha assegnato prevalenza al secondo, d'intuitiva più generale valenza socio-economica*» (TAR Lazio, 5 giugno 2002, in *Banca borsa*, 2004, II, p. 113

rispettivamente dalle lettere k) ed l) dell'art. 1, comma 1, del Regolamento Congiunto[170].

Anche i membri del consiglio di sorveglianza sono destinatari della misura in esame, qualora siano loro attribuite funzioni deliberative in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione, secondo quanto previsto dall'art. 2409-*terdecies*, comma 1, lettera f-*bis*) del cod. civ. [171][172].

Il direttore generale non è invece destinatario della misura, attesto che questo, pur partecipando alla gestione dell'azienda, non è un organo della società[173].

Maggiori dubbi pone il riferimento agli «organi con funzione di controllo», posto che la disciplina speciale in materia di intermediari finanziari e di società quotate contempla ulteriori soggetti rispetto a quelli tradizionali che esercitano funzioni di controllo[174]. La questione riguarda, tra gli altri, i soggetti che fanno parte del sistema di controllo interno previsto

---

[170] La lettera k) dell'art. 2, comma 1 del Regolamento Congiunto definisce organo con funzione di supervisione strategica «*l'organo aziendale a cui – ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria – sono attribuite funzioni di indirizzo della gestione dell'impresa, mediante, tra l'altro, esame e delibera in ordine ai piani industriali o finanziari ovvero alle operazioni strategiche*». La successiva lettera l) definisce organo con funzione di gestione «*l'organo aziendale o i componenti di esso a cui - ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria -spettano o sono delegati compiti di gestione corrente, intesa come attuazione degli indirizzi deliberati nell'esercizio della funzione di supervisione strategica*».

[171] La lettera n) dell'art. 2, comma 1 del Regolamento Congiunto, nel definire gli organi aziendali come il complesso degli organi con funzioni di supervisione strategica, di gestione e di controllo, precisa che «*la funzione di supervisione strategica e quella di gestione attengono, unitariamente, alla gestione dell'impresa e possono quindi essere incardinate nello stesso organo aziendale e che nei sistemi dualistico e monistico, in conformità delle previsioni legislative, l'organo con funzione di controllo può svolgere anche quella di supervisione strategica*».

[172] In difetto di tali funzioni, invece, il consiglio di sorveglianza diventa destinatario della misura nella sua qualità di organo di controllo. Al riguardo si rammenta che, secondo l'art. 2, comma 1, lettera m) del Regolamento Congiunto, gli organi di controllo sono il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione.

[173] Secondo l'art. 2, comma 1, lettera l) del Regolamento Congiunto «*il direttore generale rappresenta il vertice della struttura interna e come tale partecipa alla funzione di gestione*».

[174] Cfr. in proposito P. MONTALENTI, *Organismo di vigilanza e sistemi dei controlli*, in *Giur. comm.*, 2009, p. 643.

dall'art. 149 del Tuf, nonché l'organismo di vigilanza di cui all'art. 6 del D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231[175].

Per quanto concerne lo svolgimento della procedura di amministrazione straordinaria, la Banca d'Italia – per effetto del richiamo all'art. 71, comma 1, del Tub effettuato dall'art. 56, comma 3, del Tuf – ha il compito di nominare uno o più commissari straordinari[176], nonché un comitato di sorveglianza, composto da tre a cinque membri, che nomina a maggioranza il proprio presidente[177].

Dopo essersi insediati con un passaggio di consegne che deve svolgersi secondo le regole dettate dall'art. 72, commi 1 e 1-*bis*, del Tub i commissari sono tenuti – ove non sia stato regolarmente depositato il bilancio della Sgr – a redigere, sulla base delle informazioni disponibili, una relazione sulla situazione patrimoniale ed economica dell'intermediario.

I commissari straordinari hanno il compito di provvedere «*ad accertare la situazione aziendale, a rimuovere le irregolarità ed a promuovere le soluzioni utili nell'interesse*» degli investitori, attenendosi alle eventuali istruzioni impartite dalla Banca d'Italia. A tal fine, per effetto del richiamo all'art. 74, comma 1, del Tub, qualora ricorrano circostanze eccezionali, essi possono anche sospendere il pagamento delle passività di qualsiasi genere o la restituzione degli strumenti finanziari ai clienti[178], purché ciò avvenga dopo

---

[175] Non può, invece, essere definito organo della società – e non è dunque certamente sottoposto al provvedimento di amministrazione straordinaria – il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, come si desume anche dal comma 5-*bis* dell'art. 72 del Tub, richiamato dall'art. 56, comma 3, del Tuf, il quale attribuisce ai commissari straordinari il potere di sostituire tale soggetto, previa acquisizione del parere del comitato di sorveglianza.

[176] I commissari straordinari e i membri del comitato di sorveglianza devono essere dotati dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali di banche e imprese d'investimento e hanno diritto a percepire dalla società commissariata un'indennità, che viene calcolata secondo i criteri individuati da Banca d'Italia.

[177] La medesima autorità, nelle more dell'insediamento dei commissari, può anche nominare, per ragioni di urgenza, un proprio funzionario come commissario straordinario provvisorio, che assume i medesimi poteri attribuiti ai commissari giudiziali.

[178] In ogni caso secondo la giurisprudenza «*deve escludersi l'obbligo degli organi della procedura di procedere a restituzioni immediate, nel caso in cui sia rispettato il principio della doppia separazione patrimoniale, che salvaguarda il diritto del cliente a non dover attendere che siano accertate tutte le passività, posto che la concreta soddisfazione integrale*

aver sentito il comitato di sorveglianza e previa autorizzazione della Banca d'Italia[179].

Sotto il profilo temporale l'art. 70, comma 5, del Tub stabilisce che l'amministrazione straordinaria duri sino ad un anno a far data dall'emanazione del provvedimento con cui è disposta. Essa, tuttavia, a norma del medesimo comma, qualora previsto dal provvedimento che ne dispone l'apertura, può terminare anticipatamente ovvero, in casi eccezionali, essere prorogata per un ulteriore anno, al fine di completare gli adempimenti connessi alla sua definizione.

Al termine del loro mandato i commissari straordinari e il comitato di sorveglianza dovranno redigere separati rapporti sull'attività svolta da trasmettere alla Banca d'Italia, la quale svolgerà poi i necessari adempimenti affinché sia data notizia della chiusura della procedura mediante avviso da pubblicarsi sulla Gazzetta Ufficiale.

I commissari saranno infine tenuti a redigere il bilancio di chiusura che dovrà essere approvato dalla Banca d'Italia, nonché a convocare l'assemblea per la ricostituzione degli organi di amministrazione e controllo dell'intermediario. Qualora i commissari non ritengano possibile la

---

dei diritti alla restituzione resta condizionata alla verifica in ordine alla sufficienza dei beni complessivamente rinvenuti nei patrimoni separati al fine di soddisfare tutte le pretese restitutorie degli aventi diritto, con la conseguenza che, prima di tale verifica, può procedersi a restituzioni parziali a norma dell'art. 91 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385» (Cass. 10 luglio 2013, n. 17101, in *Fall.*, 2014, 4, 477). La richiamata sentenza precisa inoltre che «*prima della verifica circa la sufficienza dei beni e degli strumenti finanziari al fine di soddisfare tutte le restituzioni in favore dei clienti iscritti nell'apposita sezione separata dello stato passivo, il commissario liquidatore nella procedura di liquidazione coatta amministrativa di società d'intermediazione finanziaria ha solo la facoltà, e non l'obbligo, di eseguire restituzioni parziali in favore dei medesimi clienti*».

[179] Sempre previa autorizzazione della Banca d'Italia i commissari straordinari possono convocare l'assemblea, le cui funzioni, unitamente a quelle degli eventuali altri organi sociali, vengono sospese durante la procedura. Con la conseguenza che, nel vigore dell'amministrazione straordinaria, si ritengono non operative le regole sul capitale sociale fissate dagli artt. 2446 e 2447 del cod. civ. in materia di riduzione del capitale sociale. Il comitato di sorveglianza, invece, sostituisce in tutte le funzioni i disciolti organi di controllo e fornisce pareri ai commissari su talune decisioni da assumere durante la procedura, come quella relativa alla sostituzione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti per la durata della procedura.

continuazione dell'attività provvederanno invece a richiedere, ai sensi dell'art. 57, comma 2, del Tuf, la liquidazione coatta dell'intermediario.

A norma dell'art. 72, comma 4, del Tub i commissari straordinari e i membri del comitato di sorveglianza rispondono personalmente del loro operato nei confronti della Banca d'Italia. Possono inoltre esercitare l'azione di responsabilità nei confronti dei disciolti organi di amministrazione e controllo, del direttore generale, nonché della società di revisione, sentito il comitato di sorveglianza e previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza.

Le eventuali azoni civili contro i commissari e i membri del comitato di sorveglianza sono subordinate all'autorizzazione della Banca d'Italia in virtù del richiamo all'art. 72, comma 9, del Tub.

Tale disposizione, richiamata dall'art. 53, comma 3, del Tuf, sembrerebbe determinare una compromissione dei diritti di difesa dei soggetti interessi a promuovere l'azione di responsabilità. Sino ad ora, tuttavia, la giurisprudenza, ha escluso la sussistenza di un contrasto con gli artt. 3, 24 e 28 Cost., osservando come avverso il provvedimento di diniego dell'azione risarcitoria sia «*consentito il ricorso al giudice amministrativo il quale ben potrà* […] *addivenire, nei casi in cui una tal domanda risulti fondata, ad una pronuncia declaratoria del diritto del ricorrente all'azione giudiziaria*»[180].

L'art. 56 del Tuf non stabilisce inoltre se in pendenza della procedura possa trovare applicazione l'art. 2409 del cod. civ. Il silenzio del legislatore – che nel Tub ha invece espressamente escluso tale possibilità per effetto dell'art. 70, comma 7 – lascia propendere per una soluzione positiva. In tal caso, peraltro, l'eventuale nomina del commissario *ex* art. 56 del Tuf, in pendenza del procedimento previsto dall'art. 2409 del cod. civ., darebbe luogo ad un'ipotesi di sostituzione degli organi amministrativi con «soggetto di adeguata professionalità» che, secondo quanto prescritto dal comma 3 del

[180] Cfr. TAR Lecce 28 giugno 2000, n. 2856, in *Dir. banca mercato fin.*, 2001, I, p. 341.

medesimo art. 2409 del cod. civ., è idonea a provocare la sospensione del procedimento.

Si segnala infine che il comma 4 dell'art. 56 del Tuf che esclude l'applicabilità (anche) alle Sgr, del Titolo IV della legge fallimentare, deve ritenersi implicitamente abrogato a seguito dell'eliminazione di tale procedura per effetto dell'art. 147, comma 1 del D. Lgs. 9 gennaio 2006, n. 51.

5. La liquidazione coatta amministrativa della Sgr

Anche la disciplina della liquidazione coatta amministrativa prevista dall'art. 57 del Tuf, ricalca l'omologa disciplina bancaria, in virtù del richiamo all'art. 80, comma da 3 a 6, e agli artt. 81, 82, 83, 84, 85, 86, ad eccezione dei commi 6 e 7, 87, commi 2 e 3, 88, 89, 90, 91, ad eccezione dei commi 1-*bis* e 11-*bis*, 92, 92-*bis*, 93, 94 e 97, del Tub[181].

Il decreto che dispone l'apertura della procedura di liquidazione e la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività riservata è adottato dal Ministero dell'economia e delle finanze «*su proposta della Banca d'Italia o della Consob, nell'ambito delle rispettive competenze*».

L'art. 57 del Tuf non richiede che la Banca d'Italia e la Consob si consultino preventivamente qualora intendano procedere a formulare una proposta al Ministero, sicché potrebbero proporre contestualmente all'autorità governativa l'adozione del medesimo provvedimento[182]. Nulla

[181] Si tratta delle disposizioni in materia di: comunicazione del decreto e della proposta agli interessati; pubblicazione del decreto; cessazione delle funzioni degli organi amministrativi, di controllo e assembleari, nonché di ogni altro organo dell'intermediario; inapplicabilità salvo eccezioni delle disposizioni in materia di liquidazione coatta amministrativa «ordinaria»; organi della procedura; accertamento giudiziale dello stato di insolvenza, effetti del provvedimento per la banca, per i creditori e sui rapporti giuridici preesistenti; poteri e funzionamento degli organi liquidatori; adempimenti iniziali; appello e ricorso per cassazione; insinuazioni tardive; liquidazione dell'attivo; restituzioni e riparti; adempimenti finali; concordato di liquidazione; esecuzione del concordato e chiusura della procedura.

[182] In tal caso il Ministero sarebbe tenuto a dare rilievo alla proposta pervenuta per prima. Peraltro, eventuali sovrapposizioni nell'attività di controllo – possibili considerando che entrambe le autorità vigilano sul rispetto del Regolamento Congiunto – vanno risolte sulla

esclude, tuttavia, che le due proposte confluiscano in un unico provvedimento, ovvero che un'autorità, aderendo alla proposta formulata dall'altra, ne faccia propri i rilievi e le motivazioni[183].

Il richiamato decreto, inoltre, deve prevedere – in applicazione dell'art. 24, L. n. 262/2005 – «*le ragioni giuridiche e i presupposti di fatto*» che ne hanno determinato l'adozione in relazione alle risultanze dell'istruttoria compiuta dall'autorità di vigilanza proponente (o, come detto, dalle autorità di vigilanza proponenti). È pacifico peraltro che il suddetto decreto possa essere motivato *per relationem*, attraverso un rinvio ai contenuti della proposta, ai sensi dell'art. 3, comma 3, L. n. 241/1990.

In ogni caso, anche nel contesto della liquidazione coatta amministrativa, la direzione della procedura e gli adempimenti ad essa connessi spettano alla Banca d'Italia, la quale dovrà, innanzitutto, nominare uno o più commissari liquidatori, nonché il comitato di sorveglianza, composto da tre o cinque membri, che eleggerà a maggioranza il proprio presidente. Tali soggetti andranno a sostituire gli organi amministrativi e di controllo della società sottoposta a liquidazione, le cui funzioni, unitamente a quelle dell'assemblea e degli altri organi sociali, cesseranno dalla data di emissione del decreto ministeriale[184].

---

base del criterio della prevalenza delle finalità di vigilanza, secondo quanto previsto dall'art. 7 del Regolamento Congiunto, nonché nel rispetto del generale obbligo di coordinamento stabilito dall'art. 5, comma 5, del Tuf che, impone alle autorità di darsi «*reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio delle attività di vigilanza*».

[183] L'ipotesi invece di incompetenza in ordine alla formulazione della proposta concretizza un vizio del procedimento di adozione del provvedimento. La proposta delle autorità di vigilanza costituisce infatti un presupposto necessario per l'adozione del provvedimento da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, il quale – pur mantenendo la sua discrezionalità in ordine all'accoglimento della proposta ricevuta – anche qualora ravvisi la sussistenza dei presupposti oggettivi per l'adozione del provvedimento, non dispone di un autonomo potere di messa in liquidazione dell'intermediario.

[184] Restano ferme le eccezionali competenze previste in capo agli amministratori e all'assemblea, nell'ipotesi di concordato di liquidazione, ai sensi dell'art. 80 comma 5, del Tub, a sua volta richiamato dall'art. 77, comma 3, del Tub.

Per le medesime ragioni evidenziate nel precedente paragrafo, il decreto ministeriale di apertura della procedura, unitamente alla proposta dell'autorità di vigilanza, è comunicato dai commissari straordinari agli interessati, non prima del loro insediamento, così come disposto dall'art. 80, comma 3, del Tub, richiamato dall'art. 57, comma 3, del Tuf.

A partire da tale data (o, al più tardi, dal sesto giorno successivo all'emanazione del richiamato provvedimento) inizieranno a decorrere gli effetti della liquidazione, tra i quali si segnalano per la loro rilevanza: la sospensione dei pagamenti e delle passività di qualsiasi genere e la restituzioni di beni di terzi; lo spossessamento dei beni; l'inefficacia rispetto ai creditori degli atti compiuti successivamente all'assoggettamento alla procedura liquidatoria; la possibilità per i commissari di intraprendere tutte le iniziative giudiziarie volte alla ricostituzione del patrimonio della società; l'improcedibilità delle azioni, anche esecutive e cautelari, a carico dell'intermediario in liquidazione.

Occorre inoltre evidenziare che il decreto ministeriale, pubblicato per estratto sulla Gazzetta Ufficiale, pur essendo un provvedimento unitario si compone di due parti, ossia *(i)* l'atto che dispone la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione e *(ii)* quello che dispone la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività riservata svolta dall'intermediario[185].

Come già osservato nel precedente paragrafo, i presupposti stabiliti per l'adozione del provvedimento di liquidazione coatta sono i medesimi che legittimano l'applicazione dell'amministrazione straordinaria, sebbene di gravità eccezionale[186]. Al riguardo occorre osservare come in presenza di

[185] In applicazione degli artt. 7 e 29, del D. Lgs. 2 luglio 2010, n. 104, il decreto ministeriale è impugnabile avanti al TAR Lazio, anche dai soci dell'intermediario, per ottenere l'annullamento per violazione di legge, incompetenza ed eccesso di potere nel termine di decadenza di sessanta giorni.

[186] Per il significato da attribuirsi a ciascuno dei presupposti indicati dall'art. 57, comma 1, del Tuf si può allora rinviare alle osservazioni fatte nel precedente paragrafo con riferimento alla procedura di amministrazione straordinaria.

"crisi di legalità" – caratterizzate dall'assenza di perdite patrimoniali dell'intermediario – sarebbe certamente più opportuno disporre la procedura di amministrazione straordinaria rispetto alla liquidazione coatta amministrativa, posto che la prima è maggiormente idonea a ristabilire la legalità dell'impresa, a prescindere dalla natura grave o eccezionalmente grave della situazione riscontrata[187].

L'art. 57, comma 2, del Tuf stabilisce inoltre che la liquidazione coatta possa essere disposta anche su istanza motivata degli organi di amministrazione, dell'assemblea straordinaria, del commissario nominato ai sensi dell'art. 7-*sexies*, del Tuf, dei commissari straordinari o dei liquidatori. Non si tratta, come già evidenziato con riferimento all'amministrazione straordinaria, di un autonomo presupposto che consentirebbe, di per sé, di assoggettare l'intermediario alla liquidazione coatta, quanto piuttosto di un'ipotesi ulteriore di legittimazione alla richiesta di apertura della procedura.

Va osservato peraltro che mentre per gli organi della società di gestione l'esercizio del potere di iniziativa previsto dall'art. 57, comma 2, del Tuf – una volta accertata la sussistenza dei presupposti oggettivi previsti dall'art. 57, comma 1, del Tuf – è un atto dovuto, l'istanza che questi formulano non è mai vincolante per le autorità di vigilanza, le quali sono sempre libere di ritenere infondate le censure sollevate e conseguentemente di non formulare alcuna proposta liquidatoria al Ministero.

I presupposti previsti dall'art. 57 del Tuf vanno infine integrati con l'eventuale dichiarazione giudiziale dello stato di insolvenza dell'intermediario, la quale determinerebbe l'obbligatoria adozione del provvedimento liquidatorio, ai sensi di dell'art. 82 del Tub[188].

---

[187] Alla luce di tale considerazione emerge il carattere "eccezionale" del provvedimento di liquidazione coatta, nonché la maggior rilevanza assunta, ai fini della sua adozione, dal requisito delle perdite, accertate o previste, di eccezionale gravità.

[188] Tale articolo, a sua volta, richiama oggi gli artt. 296 e ss. del Codice della crisi e dell'insolvenza. Pertanto, nei confronti delle liquidazioni coatte amministrative disposte per effetto di domande depositate successivamente al 15 agosto 2020 (data di entrata in vigore del citato Codice) si applicheranno le norme previste dal suddetto provvedimento.

In conseguenza dell'adozione del provvedimento che dispone la liquidazione coatta amministrativa, per effetto del richiamo all'art. 83 del Tub, si produrranno gli effetti sui rapporti giuridici preesistenti disciplinati dagli artt. 72 e ss. del Tub e dalle norme del D. Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 ("Codice della crisi e dell'insolvenza") da essi richiamate[189].

Le modalità di insediamento e gli adempimenti iniziali dei commissari sono sostanzialmente analoghi a quelli previsti nell'ambito dell'amministrazione straordinaria[190]. I commissari liquidatori, infatti, oltre ad avere la rappresentanza legale dell'intermediario, potranno esercitare tutte le azioni ad esso spettanti e procedere alle operazioni di liquidazione, attenendosi alle eventuali direttive impartite dalla Banca d'Italia, la quale può anche riservarsi di autorizzare alcune categorie di operazioni o atti.

I commissari liquidatori, inoltre, saranno tenuti a presentare annualmente all'organo di vigilanza una relazione sulla situazione contabile e patrimoniale dell'intermediario e sull'andamento della liquidazione.

Tra le principali attività che i commissari sono chiamati a svolgere vi è l'accertamento del passivo. Quest'ultimo – a differenza di quanto accade in sede fallimentare – avviene su impulso d'ufficio, posto che sono i commissari liquidatori a dover inserire il diritto del creditore nel relativo elenco, qualora dai documenti contabili o dal contraddittorio con l'interessato risulti comprovata l'esistenza del credito.

A tal fine i commissari inviano, entro un mese dal loro insediamento, una comunicazione agli interessati con la quale vengono comunicati i crediti ammessi al passivo. Successivamente, anche tenendo conto delle eventuali

---

[189] Come noto, tale provvedimento – emanato dal Governo in attuazione della delega contenuta nella L. 19 ottobre 2017, n. 155 – sostituirà integralmente, a far data dal 15 agosto 2020, la legge fallimentare.

[190] Anche in tal caso, i commissari assumono la veste di pubblici ufficiali e hanno diritto, al pari dei membri del comitato di sorveglianza, ad un'indennità che resta a carico della società sottoposta a liquidazione. Essi, inoltre, sono legittimati a proporre ricorso al tribunale del luogo in cui l'intermediario ha sede al fine di farne dichiarare l'insolvenza, ove questa non sia già stata dichiarata.

osservazioni pervenute, i commissari provvederanno alla formazione e alla pubblicazione dello stato passivo, dove è riportato l'elenco di tutti i creditori ammessi al riparto, distinti in sezioni in relazione alla natura del credito[191]. Gli elenchi dei creditori ammessi sono poi depositati presso la Banca d'Italia e nella cancelleria del tribunale del luogo in cui l'intermediario ha sede legale, nonché messi a disposizione degli aventi diritto. Il creditore che si ritenga danneggiato può proporre opposizione allo stato passivo avanti al tribunale del luogo in cui l'intermediario ha sede.

Definiti gli eventuali giudizi di opposizione, i commissari saranno tenuti a liquidare l'attivo, anche cedendo in blocco le attività e le passività riferibili all'intermediario. I commissari liquidatori potranno inoltre decidere, nei casi di necessità e per il miglior realizzo dell'attivo, di continuare l'esercizio dell'impresa previa autorizzazione della Banca d'Italia.

Una volta liquidato l'attivo, essi provvederanno ad effettuare il riparto del ricavato e a restituire i beni e gli strumenti finanziari ai legittimi titolari. Dalla liquidazione dell'attivo sono esclusi gli strumenti finanziari di pertinenza degli investitori, che non subiranno la falcidia concorsuale[192].

---

[191] Le diverse sezioni riguardano: a) i creditori privilegiati e non; b) i titolari di diritti reali sui beni in possesso dell'impresa; c) i clienti aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari e del denaro relativi ai servizi d'investimento prestati dall'intermediario. Questi ultimi soggetti sono iscritti in un'apposita e sperata sezione dello stato passivo. Si tratta di una proiezione, in sede concorsuale, del principio di separazione patrimoniale sancito dall'art. 22 del Tuf, in virtù del quale gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti costituiscono un patrimonio distinto da quello dell'intermediario e degli altri clienti.

[192] Sempreché, beninteso, l'intermediario abbia rispettato il principio della separazione patrimoniale dei beni previsto dall'art. 22 del Tuf. Al riguardo, la giurisprudenza ha affermato che: il «*principio della doppia separazione patrimoniale* […], *che implica separazione del patrimonio della società da quello gestito per conto e nell'interesse dei clienti, nonché, all'interno di quest'ultimo, reciproca separazione dei beni e dei valori riferibili individualmente a ciascun cliente* […] *è ispirato dallo scopo di garantire un'efficace tutela degli investitori, soprattutto nel caso di crisi dell'intermediario, realizzata mediante la sottrazione dei beni alla liquidazione concorsuale, permettendo all'investitore l'immediato e completo recupero di quelli riconducibili al proprio patrimonio. Tuttavia, questa tutela è garantita appieno soltanto nel caso in cui il regime di separazione sia stato effettivamente rispettato, con la conseguenza che, qualora ciò non sia accaduto – sia in quanto la società abbia confuso, in tutto o in parte, il proprio patrimonio con quello dei clienti, sia in quanto abbia violato la regola della reciproca separazione dei patrimoni dei singoli clienti – l'investitore è titolare esclusivamente di un diritto di credito nei confronti*

Esaurita la fase di liquidazione dell'attivo, i commissari provvederanno a sottoporre alla Banca d'Italia il bilancio di liquidazione, il rendiconto finanziario, nonché il piano di riparto dell'attivo tra i creditori, chiedendo la cancellazione della società dal registro delle imprese[193].

Analogamente a quanto previsto per l'amministrazione straordinaria, l'esercizio delle eventuali azioni risarcitorie nei confronti degli organi della procedura deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia, la quale dovrà peraltro autorizzare l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità e di quella dei creditori nei confronti degli organi amministrativi e di controllo cessati, nonché del direttore generale e del revisore legale dei conti[194].

Infine, anche rispetto alla disciplina della liquidazione coatta amministrativa si è ritenuta non ostativa alla sua applicazione la circostanza che l'intermediario si trovi nella fase di liquidazione volontaria. In questo caso, anzi, tale la eventualità è espressamente prevista dall'art. 57 del Tuf.

---

dell'intermediario, che concorre con gli altri crediti vantati dai terzi nei confronti di quest'ultimo, in virtù di una regola ricavatale anche dal d.lgs. n. 415 del 1996, art. 34, comma 3 (poi sostituito dal d.lgs. n. 58 del 1998, art. 57, comma 3), e dal rinvio ivi contenuto al D.lgs. n. 385 del 1993, art. 91». Cfr. Trib. Milano 17 giugno 2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, p. 551, nonché Cass. 12 settembre 2008, n. 23560, in *Mass. giust. civ.*, 2008, I, p. 9.

[193] È, infine, prevista la possibilità di ricorrere, nel corso della liquidazione coatta, alla procedura di concordato di liquidazione (artt. 93 e 94 del Tub). Alla Banca d'Italia è inoltre riconosciuta, ove la procedura di liquidazione che non si svolga con regolarità o speditezza, la facoltà di disporre la sostituzione dei liquidatori e dei membri degli organi di sorveglianza, senza che detta sostituzione comporti il mutamento della procedura (art. 97 del Tub).

[194] Si ripropongono perciò i dubbi già sollevati nell'ambito della procedura di amministrazione straordinaria, in ordine alla legittimità costituzionale dell'art. 72, comma 9, del Tub, che – in ragione di una più spedita procedura – sembra limitare sensibilmente le tutele di coloro che lamentano di aver subito danni a seguito del negligente esercizio del mandato da parte dei commissari liquidatori e del comitato di sorveglianza.

Capitolo IV

Crisi del fondo comune e liquidazione giudiziale del fondo

SOMMARIO: 1. La procedura di liquidazione giudiziale del fondo: premesse - 2. *Segue*: liquidazione del fondo *ex* art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf - 3. *Segue*: liquidazione giudiziale del fondo *ex* art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf - 3.1. La liquidazione giudiziale del comparto di un fondo comune - 4. Strumenti stragiudiziali di composizione della crisi - 5. L'ammissibilità del fondo alla procedura di concordato preventivo - 6. Conclusioni.

1. La procedura di liquidazione giudiziale del fondo: premesse

Con la modifica dell'art. 57 del Tuf, attuata per effetto del D. Lgs. 16 aprile 2012, n. 47, il legislatore ha parzialmente colmato la lacuna normativa in materia di crisi dei fondi comuni di investimento[195].

Prima dell'approvazione del richiamato provvedimento risultavano infatti irrisolte due fondamentali questioni: *(i)* le conseguenze sulla gestione del fondo in caso di liquidazione coatta amministrativa della Sgr e *(ii)* la disciplina applicabile alla crisi del fondo comune, in assenza di una contestuale crisi del gestore.

In merito al primo aspetto, l'art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf, ha previsto che per effetto della liquidazione coatta amministrativa del gestore i relativi fondi vengano ceduti o liquidati ad opera dei commissari liquidatori. Questi ultimi, pertanto, andranno a sostituire non soltanto gli organi della Sgr, ma anche quelli dei relativi fondi che, in conseguenza di ciò, cesseranno di svolgere le loro funzioni[196].

---

[195] Per un'approfondita analisi dello stato di crisi cfr. N. ROCCO DI TORREPADULA, *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 216 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, p. 117 ss.

[196] Prima dell'introduzione del citato comma 3-*bis*, nell'ipotesi di apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa in capo alla società di gestione del risparmio, la giurisprudenza era giunta ad applicare al fondo comune di investimento la disciplina prevista in ambito fallimentare dall'art. 155 della l. fall. per i patrimoni destinati. Al riguardo si veda Trib. Milano 29 marzo 2012, n. 65566, in *www.ilcaso.it*, Sez. Giur., 10501, il quale ha ritenuto di applicare l'art. 155 della l. fall. in ragione del rinvio effettuato dall'art. 57, comma 3, del Tuf all'art. 80, comma 6, del Tub, ove si dice che «*per quanto non espressamente previsto si applicano, se compatibili, le disposizioni della legge fallimentare*». La disciplina introdotta nell'ambito del Tuf, tuttavia, si discosta da quanto disposto dagli artt. 155 e 156

Con riferimento alla seconda questione, invece, l'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf ha introdotto una procedura di liquidazione giudiziale del fondo che può essere richiesta dai suoi creditori o dalla società di gestione, nel caso in cui il patrimonio comune non consenta di soddisfare le obbligazioni contratte nel suo interesse e non vi siano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata[197].

Nonostante l'apparente chiarezza delle norme introdotte dal legislatore, esse pongono complesse questioni interpretative che non hanno ancora trovato soddisfacenti risposte, anche in considerazione del limitato numero di casi sinora esaminati dalla giurisprudenza.

2. Segue: liquidazione del fondo *ex* art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf

Se la procedura di liquidazione coatta amministrativa della società di gestione è regolata sulla base delle disposizioni dell'omologa procedura bancaria, il legislatore per effetto dell'art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf, ha invece limitato le disposizioni del Tub applicabili in caso di cessione o di liquidazione del fondo.

Il comma 3-*bis*, infatti, stabilisce che qualora la società di gestione venga sottoposta a liquidazione coatta amministrativa «*i commissari liquidatori provvedono alla liquidazione o alla cessione dei fondi da questa gestiti e dei relative comparti, esercitando a tali fini i poteri di amministrazione degli stessi. Si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 83, 86, ad eccezione dei commi 6 e 7, 87, commi 2 e 3, 88, 89, 90, 91 ad eccezione dei commi 1-*bis*, 2, 3 e 11-*bis*, 92, 92-*bis*, 93 e 94 del T.U. bancario, nonché i commi 4 e 5 del presente articolo*».

---

della l. fall. posto che, mentre nel primo caso il rinvio ai profili non espressamente disciplinati è operato alle norme proprie della liquidazione coatta amministrativa previste dal Tuf in quanto compatibili, nel secondo caso il rinvio è alle regole della liquidazione delle società.

[197] Al riguardo si veda Trib. Milano, 5 dicembre 2016, n. 1824, che parla della crisi del fondo in termini di «*incapacità non transeunte di far fronte alle obbligazioni*».

La suddetta disposizione stabilisce inoltre che «*i partecipanti ai fondi o ai comparti hanno diritto esclusivamente alla ripartizione del residuo netto di liquidazione in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione*»[198].

In altre parole, il nuovo comma 3-*bis* dispone che, analogamente a quanto previsto con riferimento ai patrimoni destinati dall'art. 262 del Codice della crisi e dell'insolvenza (corrispondente, nei contenuti, all'art. 155 della l. fall.[199]) la liquidazione coatta amministrativa di una Sgr determina, quale conseguenza naturale, la liquidazione o la cessione[200] dei fondi gestiti e dei relativi comparti.

Più in particolare, il comma 3-*bis* stabilisce che per effetto della procedura di liquidazione coatta disposta nei confronti del gestore cessino le funzioni degli organi dei fondi comuni, i quali dovranno essere liquidati o ceduti da parte dei commissari liquidatori che, a tal fine, eserciteranno i relativi poteri di amministrazione. Se ne desume che i partecipanti ai fondi comuni non possano neppure decidere – per il tramite dell'assemblea dei partecipanti (qualora prevista) – di affidare la gestione del fondo ad altra Sgr,

---

[198] Tale previsione si pone in continuità con quanto affermato dalla giurisprudenza di legittimità, la quale già prima dell'entrata in vigore del comma 3-*bis* aveva escluso che gli aderenti ad un fondo comune immobiliare possano proporre l'opposizione allo stato passivo di una Sgr sottoposta a liquidazione coatta. In tale circostanza i giudici hanno infatti affermato che «*i partecipanti al fondo sono sostanzialmente titolari dei diritti sui beni conferiti nel fondo, la cui titolarità formale spetta tuttavia alla Sgr che in quel momento gestisce il fondo, con la conseguenza di vantare unicamente un diritto di credito al valore residuo della quota, all'esito della liquidazione del fondo e del pagamento dei creditori*». Cfr. Trib. Milano, 29 marzo 2012, cit.

[199] Tale articolo dispone che «[s]*e è aperta la liquidazione giudiziale nei confronti della società, l'amministrazione del patrimonio destinato previsto dall'articolo 2447*-bis*, primo comma, lettera a), del codice civile è attribuita al curatore, che vi provvede con gestione separata. Il curatore provvede a norma dell'articolo 216 alla cessione a terzi del patrimonio, al fine di conservarne la funzione produttiva. Se la cessione non è possibile, il curatore provvede alla liquidazione del patrimonio secondo le regole della liquidazione della società in quanto compatibili. Il corrispettivo della cessione al netto dei debiti del patrimonio o il residuo attivo della liquidazione sono acquisiti dal curatore nell'attivo fallimentare, detratto quanto spettante ai terzi che vi abbiano effettuato apporti, ai sensi dell'articolo 2447*-ter*, primo comma, lettera c), del codice civile*».

[200] Ma sarebbe più opportuno ritenere la cessione e, in caso di impossibilità di questa, la liquidazione.

nel corso dello svolgimento della liquidazione coatta del gestore. Essi non potranno neppure rivendicare i beni compresi nel patrimonio del fondo, in quanto vantano esclusivamente un diritto di credito sul residuo netto di liquidazione, in misura proporzionale alla propria quota di partecipazione.

3. Segue: liquidazione del fondo *ex* art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf

Come anticipato, il comma 6-*bis* dell'art. 57 del Tuf ha introdotto la disciplina della liquidazione giudiziale del fondo, stabilendo che «*qualora le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazioni dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, uno o più creditori o la Sgr possono chiedere la liquidazione del fondo al tribunale del luogo in cui la Sgr ha la sede legale*»[201].

Con l'introduzione di tale comma il legislatore ha dunque inteso disciplinare la gestione di un fondo comune incapiente in assenza di una contestuale crisi del gestore.

Tale disposizione sembra ulteriormente confermare le analogie esistenti tra la disciplina dei fondi comuni e quella dei patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-*bis* e ss. del cod. civ.[202]. L'art. 2447-*novies*, comma 2, del cod. civ., infatti, stabilisce che sia disposta la liquidazione del patrimonio destinato, qualora ne facciano richiesta i creditori, laddove non siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni contratte per lo svolgimento dell'affare cui era destinato il patrimonio. Parallelamente, il comma 6-*bis* dell'art. 57 del Tuf, come detto, prevede che in presenza di una situazione di crisi del fondo (o di

---

[201] Tra i pochi commenti organici dalla dottrina dedicati all'esame della procedura prevista dall'art. 57, comma 6-*bis*, si rinvia a P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 619 ss.; S. BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR.*, cit., p. 25 ss.; G. PESCATORE, *Art. 57*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, I, p. 556 ss.

[202] Sull'argomento cfr. M. COMPORTI, *Art. 156*, in A. NIGRO, M. SANDULLI (diretto da), *La riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006, p. 971 ss. e F. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nelle società per azioni*, Milano, 2008, p. 323.

un suo comparto) possa essere disposta la liquidazione del fondo, qualora ne facciano richiesta i creditori o la società di gestione [203].

Con riferimento alla legittimazione a proporre la liquidazione del fondo, mentre per l'individuazione dei creditori non si pone alcuna questione interpretativa [204], il riferimento alla Sgr dovrebbe essere interpretato riconoscendo la relativa legittimazione all'organo che di essa ha la rappresentanza legale e che è deputato ad esternare la volontà del fondo, per conto e nell'interesse di quest'ultimo[205]. A conferma di ciò, lo stesso comma 6-*bis* stabilisce che prima di disporre il provvedimento di liquidazione giudiziale del fondo il tribunale è tenuto a consultare i «*rappresentanti legali della Sgr*».

Ciò detto, occorre domandarsi se la richiesta di liquidazione giudiziale del fondo, nonostante il silenzio del legislatore, possa essere proposta anche dall'assemblea dei partecipanti prevista per i fondi chiusi dall'art. 37, comma 3, del Tuf. Tale competenza potrebbe ritenersi esistente interpretando estensivamente il citato articolo, il quale, nell'individuare le materie di competenza dell'assemblea, riconosce a tale organo la possibilità di deliberare «*esclusivamente*» sulla sostituzione della società di gestione.

Considerato allora che per effetto della liquidazione giudiziale del fondo si trasferisce in capo agli organi della procedura il potere di gestire il patrimonio comune, non sembrerebbe irragionevole riconoscere anche

---

[203] In merito al procedimento necessario per conseguire la liquidazione giudiziale del fondo, si segnala che, per effetto dell'art. 737, comma 1, c.p.c., la forma dell'atto introduttivo, in mancanza di un'espressa previsione normativa, debba essere il ricorso. Assumendo poi che il provvedimento conclusivo assuma la forma di sentenza, il conseguente regime di impugnazione non sarà quello tipico dei provvedimenti (decreti) che definiscono i giudizi camerali (*ex* artt. 739 e 740 c.p.c.), bensì quello tipico delle sentenze, senza che peraltro la forma dell'impugnazione assuma le vesti della citazione in appello, dovendo invece mantenere quelle del ricorso, ai sensi degli artt. 739 e 740 c.p.c.

[204] Ci si potrebbe però chiedere se tra i creditori non debbano essere ricompresi gli stessi partecipanti. Tale soluzione è respinta da P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 619, nota 16.

[205] Cfr. ancora P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 619.

all'assemblea dei partecipanti la possibilità di richiedere l'apertura della procedura liquidatoria in esame[206].

Nonostante le suddette questioni interpretative, l'introduzione del comma 6-*bis* ha consentito anche di colmare alcune lacune esistenti nella procedura di liquidazione *in bonis* del fondo richiamate in precedenza[207].

Quest'ultima procedura, infatti, giacché presuppone il pagamento integrale dei creditori, non è in grado di risolvere le problematiche derivanti da una possibile insolvenza del fondo comune. Mentre infatti nel caso di pagamento integrale dei creditori (e di eventuale stralcio delle pretese dei partecipanti al fondo) è effettivamente concepibile una procedura di liquidazione ordinaria, nel caso di insolvenza – e dunque nella prospettiva di un possibile pagamento parziale anche dei creditori – è necessario ricorrere ad una più articolata procedura che possa quantomeno garantire il rispetto della *par condicio creditorum*[208].

In questo senso la constatazione dell'inadeguatezza della procedura di liquidazione ordinaria in ipotesi di insolvenza del fondo comune, fa comprendere quanto opportuna sia stata l'introduzione della disciplina della liquidazione giudiziale del fondo a prescindere da una crisi della Sgr.

In merito allo svolgimento della richiamata procedura, il medesimo comma 6-*bis* stabilisce che il tribunale, con un procedimento da svolgersi in

---

[206] Secondo S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento*, cit., 2018, 1, p. 30 «[a]*d una prima lettura la norma parrebbe rivolta a consentire alla SGR od ai creditori del fondo "insolvente" di provocarne la liquidazione tramite l'intervento giudiziale, nonostante l'eventuale contrarietà dei partecipanti al fondo, e dunque con il proposito di consentire alla società di gestione ed ai creditori di conseguire coattivamente il risultato liquidatorio in ipotesi non perseguito spontaneamente dai partecipanti al fondo. Certamente il fenomeno descritto rappresenta una possibile chiave di lettura della disciplina n commento, come dimostrato proprio da uno dei (pochissimi) casi sino ad oggi occorsi*». Ed infatti, in Trib. Milano, 22 gennaio 2013, n. 19, l'istanza di liquidazione giudiziale proposta da un creditore, e condivisa dalla Sgr, seguiva il rigetto da parte dell'assemblea dei partecipanti della proposta di liquidazione ordinaria del fondo avanzata dalla Sgr.

[207] Cfr. Capitolo III, paragrafo 1

[208] Cfr. nei medesimi termini S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento*, cit., 2018, 1, p. 31.

camera di consiglio, sentiti la Banca d'Italia e i rappresentanti legali della società di gestione, disponga con sentenza la liquidazione del fondo qualora non sussistano ragionevoli prospettive che la crisi possa essere superata.

Il medesimo comma prevede, tra l'altro, quale ulteriore presupposto per la pronuncia di liquidazione giudiziale del fondo, l'accertamento da parte del tribunale del «*pericolo di pregiudizio*». Tale pericolo sembrerebbe tuttavia intrinseco alla condizione di incapacità del fondo di soddisfare le proprie obbligazioni, posto che in tal caso vi sarebbe un evidente pericolo di pagamenti preferenziali in violazione della *par condicio creditorum*.

Una volta adottato il provvedimento di liquidazione giudiziale del fondo, la Banca d'Italia nominerà uno o più liquidatori, i quali provvederanno alla liquidazione del patrimonio comune (e/o dei relativi comparti) in attuazione di quanto previsto dall'art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf[209].

È allo stato controverso se tale richiamo si riferisca ai soli poteri spettanti ai liquidatori o anche all'intera procedura prevista dal comma 3-*bis*[210]. Considerando però che la procedura di liquidazione giudiziale è disposta dal tribunale in una situazione analoga all'insolvenza e che essa è preordinata a soddisfare i creditori attraverso una procedura gestita da un liquidatore indipendente sotto la vigilanza di un'autorità di controllo, sembrerebbero sussistere taluni dei caratteri tipici di una procedura concorsuale. Per tale ragione è ragionevole ipotizzare che possano trovare applicazione, anche in tal caso, le ulteriori disposizioni che regolano lo svolgimento delle procedure concorsuali richiamate dal comma 3-*bis*[211].

---

[209] Per effetto delle disposizioni richiamate dall'art. 82 del Tub, tale nomina deve ritenersi atto dovuto ove intervenga la dichiarazione giudiziale di insolvenza della Sgr.

[210] L'opinione di autorevole dottrina sembra essere in questo senso e merita senz'altro di essere seguita. Cfr. al riguardo S. BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR*, cit., p. 25.

[211] Di per sé peraltro, gli effetti conseguenti al provvedimento di liquidazione giudiziale, non soddisferebbero tutte le esigenze poste dall'insolvenza di un fondo: nulla è previsto, ad esempio, con riferimento alla protezione del patrimonio del fondo da azioni individuali dei singoli creditori, né è prevista (quantomeno espressamente) la possibilità di aderire a soluzioni di composizione negoziale della crisi. Tali problematiche, tuttavia – come detto–

Nel corso dello svolgimento del proprio incarico, i commissari liquidatori dovranno presentare annualmente alla Banca d'Italia una relazione sulla situazione contabile e patrimoniale del fondo, nonché riferire periodicamente ai creditori e ai partecipanti lo stato di avanzamento delle attività liquidatorie, le quali dovranno essere compiute secondo modalità stabilite dalla stessa autorità di vigilanza[212].

Pare peraltro preclusa ai creditori la possibilità di rivalersi nei confronti della società di gestione qualora i beni del fondo non siano sufficienti a soddisfare i loro crediti: e ciò anche laddove l'incapienza del fondo sia stata provocata o aggravata dalla ritardata richiesta di attivare la procedura da parte degli organi della Sgr.

Ad una situazione di sostanziale irresponsabilità del gestore sembra aver posto parziale rimedio l'art. 2 del D. Lgs. 16 novembre 2015, n. 181 il quale ha integrato il comma 6-*bis* prevedendo che «*quando il fondo o il comparto sia privo di risorse liquide o queste siano stimate dai liquidatori insufficienti a soddisfare i crediti in prededuzione fino alla chiusura della liquidazione, i liquidatori pagano, con priorità rispetto a tutti gli altri crediti prededucibili, le spese necessarie per il funzionamento della liquidazione, le indennità e le spese per lo svolgimento dell'incarico dei liquidatori, le spese per l'accertamento del passivo, per la conservazione e il realizzo dell'attivo, per*

---

potrebbero essere superate avendo riguardo alla *ratio* complessiva sottesa alla disciplina che ha modificato l'art. 57 del Tuf, nonché interpretando estensivamente il rinvio effettuato dal comma 6-*bis* a «*quanto disposto dal comma 3*-bis», estendendo le disposizioni ivi richiamate all'intero contesto (procedurale) nel quale i liquidatori provvedono. Tale conclusione, peraltro, sembrerebbe avvalorata da quanto affermato nella Relazione illustrativa al D. Lgs. n. 47/2012 (che ha modificato l'art. 57 del Tuf) secondo cui l'intervento riformatore «*tende, da un lato, ad evitare il rischio che* […] *l'incapienza di un singolo fondo possa comportare interventi giudiziali destabilizzanti per la stessa Sgr e per tutti i fondi, anche capienti, dalla stessa gestiti; dall'altro a fornire adeguata tutela ai creditori del fondo insolvente, prevedendo una specifica possibilità di ricorso al tribunale per far cessare la gestione del fondo e un conseguente intervento dell'autorità di vigilanza per assicurare modalità idonee di liquidazione o cessione del fondo stesso*». Cfr. Relazione all'art. 1, comma 17, D. Lgs. n. 47/2012.

[212] Dell'eventuale inosservanza di tali prescrizioni saranno personalmente responsabili i liquidatori nei confronti della Banca d'Italia.

l'esecuzione di riparti e restituzioni e per la chiusura della liquidazione stessa, utilizzando dapprima le risorse liquide eventualmente disponibili della liquidazione, e poi le somme messe a disposizione dalla società di gestione del risparmio che gestisce il fondo o il comparto, somme che restano a carico della società stessa».

Per effetto di tale disposizione, pertanto, la società di gestione – a prescindere da un'eventuale propria responsabilità – sarà tenuta a mettere a disposizione dei commissari le somme necessarie per il pagamento dei crediti prededucibili, qualora il fondo comune non abbia sufficienti risorse liquide[213].

Con riferimento alle interferenze che possono nascere tra l'avvio della procedura di liquidazione coatta del gestore e quella liquidazione giudiziale del fondo, il medesimo comma 6-*bis* stabilisce che qualora nello svolgimento della procedura di liquidazione giudiziale del fondo la Sgr sia sottoposta a liquidazione coatta amministrativa, i commissari liquidatori di quest'ultima assumeranno anche l'amministrazione del fondo sulla base di una situazione dei conti predisposta dai commissari liquidatori del primo.

Ciò induce a ritenere che qualora l'assoggettamento a liquidazione coatta della Sgr avvenga durante la gestione di un fondo capiente, troverà applicazione l'art. 57, comma 3-*bis*, del Tuf, mentre nel caso in cui la liquidazione coatta sia disposta nel corso di una procedura di liquidazione giudiziale di un fondo incapiente, i commissari liquidatori del gestore dovranno amministrare, ai sensi del comma 6-*bis*, anche la procedura liquidatoria del fondo.

In tal caso, peraltro, il tribunale sarebbe comunque tenuto a pronunciare la sentenza che dispone la liquidazione del fondo comune considerati gli effetti sui terzi che tale sentenza produce ai sensi dell'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf. Per tale ragione, nell'ipotesi di fondo comune divenuto incapiente

[213] Il fatto che le somme restino «*a carico della società stessa*», lascia intendere che la Sgr non possa chiederne la restituzione nell'ambito dei riparti delle attività della procedura.

nelle more della procedura di liquidazione coatta del gestore, i commissari liquidatori non dovranno sottoporre ai partecipanti l'approvazione della liquidazione ordinaria del fondo, bensì ricorrere alla procedura di liquidazione giudiziale di cui all'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf.

3.1. La liquidazione giudiziale del comparto di un fondo comune

Con specifico riferimento alla procedura di liquidazione giudiziale dei fondi comuni, occorre infine segnalare che la giurisprudenza ha recentemente confermato che tale procedura possa essere disposta anche nei confronti di un singolo comparto di un fondo comune[214].

Come già accennato, infatti, la disciplina prevista dall'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf, fa riferimento ad una nozione ampia di fondo comune di investimento, tale da ricomprendere tanto i "fondi monocomparto", quanto i singoli comparti di "fondo multicomparto", e ciò malgrado a livello letterale sia contemplata soltanto la liquidazione giudiziale «*del fondo*».

A sostegno della suddetta interpretazione la richiamata giurisprudenza ha evidenziato come l'art. 36, comma 4, del Tuf, riconosca l'autonomia patrimoniale non soltanto al fondo comune, ma anche i singoli comparti di un medesimo fondo. Peraltro, secondo la prospettiva adottata dalla giurisprudenza «*il comparto non si distingue da ciò che è il fondo di investimento; l'entità di entrambi sta nel fatto che essi sono un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della Sgr, da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Da ciò consegue che il patrimonio del comparto è autonomo e distinto anche dal patrimonio degli altri comparti che si raggruppano all'interno di uno stesso fondo multicomparto*»[215].

---

[214] Cfr. Trib. Milano, 5 dicembre 2016, n. 1824.
[215] Trib. Milano, 5 dicembre 2016, n. 1824

I giudici, in altre parole, hanno equiparato sotto il profilo della segregazione patrimoniale i fondi comuni ai singoli comparti e in ragione di ciò hanno ritenuto applicabile l'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf anche all'incapienza dei secondi. In tale ipotesi, infatti, negare l'estensione della liquidazione giudiziale anche ai comparti incapienti risulterebbe «*contraria alla consistenza ontologica del comparto, alla sua unicità di politica di investimento e al postulato dell'autonomia patrimoniale di ciascun comparto*».

I giudici, con il richiamato provvedimento – nel quale lo stato di crisi del comparto è stato espressamente qualificato in termini di insolvenza – hanno pertanto riconosciuto, seppur in modo non esplicito, la natura concorsuale della procedura di cui al comma 6-*bis* dell'art. 57 del Tuf[216].

4. L'ammissibilità del fondo alla procedura di concordato preventivo

Come sopra rilevato, l'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf disciplina la procedura di liquidazione dei fondi comuni, senza però disporre nulla con riferimento alla possibilità per tali organismi di accedere alla procedura di concordato preventivo[217].

Al fine di dare una risposta alla suddetta domanda occorre premettere che, come noto, il nostro ordinamento riconosce di regola soltanto agli imprenditori la possibilità di accedere alle procedure concorsuali previste dalla legge fallimentare e dal Codice della crisi e dell'insolvenza[218].

---

[216] Sull'applicabilità della disciplina concorsuale alle situazioni di crisi dei fondi è orientata la dottrina prevalente. Si veda in proposito S. BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR*, cit., p. 5 ss.; P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 617 ss.

[217] Cfr. artt. 84 e ss. del Codice della crisi e dell'insolvenza.

[218] Deve peraltro essere segnalato un orientamento in dottrina che tende ad individuare una progressiva oggettivizzazione delle procedure concorsuali (che farebbero perno sul concetto di impresa e non più su quello tradizionale di imprenditore). Cfr. al riguardo F. GALGANO e A. BONSIGNORI, *Il fallimento delle società*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, 1988, X, p. 132 ss.; M. BIONE, *L'impresa ausiliaria*, Padova, 1971, p. 230 ss.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Istituzioni di diritto fallimentare*, Padova, 1994, p. 49; F. VASSALLI, *Diritto Fallimentare*,

È proprio per tale ragione che un primo ostacolo all'utilizzo del concordato preventivo – rientrando pacificamente quest'ultimo nella categoria delle procedure concorsuali – è rappresentato dall'assenza della qualifica soggettiva di imprenditore in capo al fondo comune.

In senso negativo all'utilizzabilità di tale procedura si porrebbero anche ulteriori argomentazioni: *(i)* la natura concorsuale del concordato preventivo, al quale non potrebbe neppure accedere la Sgr, stante l'espresso divieto previsto dall'art. 80, comma 6, del Tub, così come richiamato dall'art. 57, comma 3, del Tuf; nonché *(ii)* la circostanza che l'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf, si limita a prevedere, per il caso di incapienza del fondo, la sola procedura di liquidazione giudiziale.

Quanto al primo argomento potrebbe essere obiettato che la disciplina prevista dal comma 3-*bis*, al quale rinvia il comma 6-*bis*, non include il richiamo all'art. 80, comma 6, del Tub, ai sensi del quale «[l]*e banche* [in tal caso, le Sgr] *non sono soggette a procedure concorsuali diverse dalla liquidazione coatta prevista dalle norme della presente sezione; per quanto non espressamente previsto si applicano, se compatibili, le disposizioni del codice della crisi e dell'insolvenza*».

In considerazione del mancato rinvio a tale disposizione (espressamente richiamata dal solo comma 3 dell'art. 57 del Tuf) i fondi comuni non dovrebbero risultare sottratti all'ambito di applicazione delle procedure concorsuali diverse dalla liquidazione coatta amministrativa "bancaria".

Quanto alla seconda osservazione occorre invece tenere presente che la procedura di concordato preventivo è utilizzata non soltanto in caso di

---

Torino, 1994, I, p. 50; E.F. RICCI, *Lezioni sul fallimento*, Milano, 1997, I, p. 50; R. COSTI, *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, 1 ss.; P. RESCIGNO, *Fondazione e impresa*, in *Fall.*, 1967, p. 840 ss.; A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013, p. 5 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2011, p. 36; A. CETRA, *Il fallimento della fondazione che esercita attività commerciale*, in *Fall.*, 2009, p. 1431; G. CAVALLI, *I presupposti del fallimento*, in S. AMBROSINI, G. CAVALLI, A. JORIO (a cura di), *Il fallimento, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2009, XI, p. 120. Più di recente F. APRILE, *La porta stretta tra fine spirituale di un ente ecclesiastico ed esercizio di attività commerciale*, in *Fall.*, 2014, p. 210.

insolvenza [219], ma anche in presenza di una crisi reversibile dell'imprenditore[220].

A sostegno della possibilità di applicare la procedura in esame, occorre invece rammentare il principio di carattere generale espresso dall'art. 296 del Codice della crisi e dell'insolvenza (corrispondente, nella sostanza, all'art. 3, comma 1, della l. fall.), il quale dispone che «*se la legge non dispone diversamente, le imprese soggette a liquidazione coatta amministrativa possono essere sempre ammesse alla procedura di concordato preventivo*». Considerato allora che alla procedura di liquidazione giudiziale del fondo non si applica l'art. 80, comma 6, del Tub (il quale rappresenta proprio un caso in cui la legge «*dispone diversamente*»), nulla vieterebbe che il fondo possa essere ammesso al concordato preventivo, tanto in ipotesi di crisi reversibile, quanto in caso di conclamata insolvenza[221].

Ad ulteriore conferma della possibilità di utilizzare anche in tal caso lo strumento concordatario, si porrebbe anche l'ulteriore constatazione che ai fondi comuni di investimento – quantomeno a quelli immobiliari – è riferibile un'attività d'impresa equiparabile a quella esercitata dalle società di diritto comune, che non giustificherebbe la previsione di una disciplina difforme da quella prevista per tali società.

Occorre da ultimo segnalare che l'ammissione alla procedura di concordato preventivo potrebbe comunque essere conseguita dal fondo per effetto del trasferimento del patrimonio comune ad un veicolo societario (se del caso, appositamente costituito), il quale potrebbe poi, avendone la

---

[219] Definita dall'art. 1, comma 2, lettera b) del Codice della crisi e dell'insolvenza come «*lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*».

[220] Definita, invece, dall'art. 1, comma 2, lettera a) del medesimo Codice come «*lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*»).

[221] In tal caso, tuttavia, il ricorso al tribunale andrebbe presentato dalla Sgr nell'interesse del fondo, ferma restando l'estraneità alla procedura da parte del suddetto intermediario.

qualifica soggettiva, depositare una domanda di concordato preventivo al fine di superare lo squilibrio patrimoniale riferibile alle attività già ricomprese nel patrimonio del fondo.

5. Strumenti stragiudiziali di composizione della crisi

In considerazione delle osservazioni fatte nel precedente paragrafo, occorre da ultimo stabilire se i fondi comuni possano altresì utilizzare gli strumenti stragiudiziali di composizione della crisi, quali i piani attestati di cui all'art. 67, comma 3, lettera d), della l. fall. ovvero gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* della l. fall. (rispettivamente disciplinati anche dagli artt. 56 e 57 e ss. del Codice della crisi e dell'insolvenza).

In via preliminare occorre evidenziare che la Sgr, nell'assolvimento del suo incarico, è tenuta a gestire la crisi del fondo comune sin dalle sue prime manifestazioni. Ciò vale soprattutto con riferimento ai fondi immobiliari, posto che essi svolgono un'attività d'impresa autonoma rispetto a quella riferibile alla Sgr, in cui può assumere rilevanza il concetto di continuità aziendale. Pertanto, quantomeno con riferimento alla richiamata tipologia di fondi, dovrebbero ritenersi applicabili gli ordinari strumenti di prevenzione, gestione e superamento della crisi previsti dallo statuto dell'imprenditore commerciale[222].

Se così fosse, al ricorrere o all'approssimarsi di una situazione di crisi – e dunque ancor prima che si manifesti l'incapienza o l'insolvenza del fondo[223] – gli amministratori della Sgr, al fine di preservare la continuità aziendale dell'organismo gestito, dovrebbero valutare l'opportunità di ricorrere ai

[222] P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 623.
[223] Per un esame del presupposto oggettivo delle procedure concorsuali, si veda E. FRASCAROLI SANTI, *Il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali*, Padova, 2016, p. 31 ss.

richiamati istituti, al fine di evitare la disgregazione del patrimonio comune che conseguirebbe alla liquidazione giudiziale del fondo.

Tale affermazione di principio, tuttavia, presuppone che la disciplina dei fondi e quella dei richiamati strumenti stragiudiziali di composizione della crisi siano tra loro compatibili. Per giungere a tale affermazione è però necessario accertare che i richiamati istituti siano effettivamente "adattabili" ai fondi comuni e soltanto in caso affermativo potrà essere valutato il coordinamento con la disciplina della liquidazione giudiziale dei fondi.

In relazione al primo aspetto si potrebbe ritenere che l'assenza di soggettività giuridica dei fondi implichi l'impossibilità di utilizzare i richiamati strumenti di gestione della crisi. Del pari si potrebbe dubitare che tali strumenti possano essere richiesti dalla Sgr nell'interesse del fondo gestito, posto il già citato divieto previsto dall'art. 80, comma 6, del Tub[224].

Invero, in tale contesto, il tema della soggettività giuridica del fondo sembrerebbe assumere una rilevanza marginale, posto che l'ordinamento già individua per effetto dell'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf una procedura concorsuale applicabile al fondo[225]. Risulterebbe quindi illogico, ove non

---

[224] Tale ultimo dubbio, tuttavia, deve essere risolto in senso positivo, posto che non può essere riconosciuta natura concorsuale agli istituti in parola. Difettano della disciplina tipica di tali procedure alcuni profili essenziali, quali *(i)* l'indisponibilità del patrimonio da parte dell'imprenditore interessato e *(ii)* la mancanza di una vera e propria "cristallizzazione" delle passività concorsuali (al punto che ben potrebbe il creditore anteriore al perfezionamento dell'accordo opporre in compensazione all'imprenditore una propria obbligazione sorta in epoca successiva. Con specifico riferimento all'esclusione della natura di procedura concorsuale dell'accordo di ristrutturazione si veda B. INZITARI, *La disciplina della crisi nel testo unico bancario*, in *Dal testo unico bancario all'unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri, Quaderni di ricerca giuridica, n. 75, Banca d'Italia*, Roma, 2014, p. 121 ss.; nonché C. D'AMBROSIO, *Accordi di ristrutturazione e transazione fiscale*, in G. FAUCEGLIA e L. PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Torino, 2009, IV, p. 1802 ss.

[225] Secondo S. BONFATTI, "*Accordo di ristrutturazione"* ex *art 182*-bis *l. fall. e fondi comuni di investimento immobiliari*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, p. 22, la suddetta disposizione «*attesta che una procedura concorsuale può essere disposta nei confronti del FCI, nonostante tale patrimonio non abbia soggettività giuridica: e sulla scorta di tale constatazione si è ritenuto che non sussistano ostacoli ad ipotizzare che tale patrimonio possa costituire oggetto anche di una procedura di composizione della "crisi" come quella delineata dall'art. 182*-bis, *l. fall.*». Al riguardo si veda anche P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali di crisi d'impresa,* cit., p. 617 ss., il quale con riferimento ai

anche incostituzionale, prevedere che un soggetto possa ricorrere ad una procedura concorsuale, ma non anche a quegli strumenti anticipati di composizione della crisi, qualora ne ricorrano i relativi presupposti oggettivi[226].

Alla luce della natura non concorsuale dei piani attestati e degli accordi di ristrutturazione dei debiti risulterebbe peraltro del tutto ingiustificata l'inutilizzabilità di tali strumenti alternativi da parte dei fondi comuni. La possibilità di una loro applicazione pare anzi coerente con il recupero «*in quanto compatibile*» dell'intero *corpus* normativo fallimentare effettuato dal combinato disposto degli artt. 57, comma 3, del Tuf e 80 del Tub (nell'ambito del quale tali strumenti sono infatti disciplinati).

La soluzione secondo la quale una Sgr potrebbe affrontare la crisi di un fondo gestito mediante la stipulazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti è stata peraltro sostenuta anche dalle poche decisioni giurisprudenziali in materia.

Al riguardo merita soprattutto di essere segnalato quanto statuito nel 2015 dal Tribunale di Milano[227], il quale ha accolto un'istanza *ex* art. 182-*bis*,

---

richiamati istituti di composizione negoziale della crisi, sostiene che non soltanto è possibile, ma addirittura «*doverosa* […] *per gli amministratori della SGR, la decisione in merito alla possibilità e opportunità di ricorrere a* [tali] *strumenti*».

[226] In tal senso E. GRIGÒ, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e fondi comuni di investimento: una possibile "diversa" lettura?*, in *Fall.*, 2016, p. 970, secondo cui la procedura di liquidazione giudiziale prevista dal comma 6-*bis* «*consentirebbe* […] *(anche) al fondo comune di investimento di avvalersi dello strumento di cui all'art. 182* bis *l. fall. (*rectius, *di superare, almeno in parte, le criticità nel configurare il presupposto soggettivo di cui all'art. 182* bis *l. fall. in capo a quest'ultimo) in ragione del fatto che, diversamente, verrebbe a crearsi una lacuna normativa per le situazioni di crisi che dovessero presentarsi in capo al fondo comune di investimento e che non fossero sussumibili nell'ipotesi disciplinata dall'art. 57, comma 6 bis T.U.F*». L'Autore afferma inoltre che a tale conclusione si possa giungere in conseguenza *«di un articolato percorso logico-argomentativo, volto ad una ricostruzione di un quadro normativo (esaustivo) applicabile alle ipotesi di insolvenza irreversibile, di insolvenza reversibile e di crisi del fondo comune di investimento: nel primo caso, attraverso la procedura di liquidazione giudiziale del fondo (alla quale vengono riconosciuti connotati di concorsualità mediante un'interpretazione estensiva del richiamo formulato dall'art. 57, comma 6* bis, *T.U.F al comma 3 ovvero 3* bis *del medesimo articolo) e, negli altri casi, attraverso l'accesso agli strumenti di composizione negoziale della crisi che non abbiano natura concorsuale*».

[227] Cfr. Trib. Milano, 3 dicembre 2015.

comma 7, della l. fall. presentata da una Sgr nell'interesse di un fondo comune immobiliare. In tale circostanza il Tribunale di Milano «*riscontrata la sussistenza dei presupposti per pervenire ad un accordo di ristrutturazione dei debiti con le maggioranze di cui al* [l'art. 182-*bis*] *primo comma e delle condizioni per l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno negato la disponibilità a trattare*» ha statuito «*nei confronti e a beneficio del fondo*» il divieto per i creditori e per i terzi di iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive nei confronti del fondo[228].

La richiamata pronuncia, pertanto, sebbene succintamente motivata in quanto emessa all'esito di un procedimento sommario, ha confermato la possibilità che una società di gestione possa presentare nell'interesse del fondo un ricorso *ex* art. 182-*bis* della l. fall., qualora sussistano i relativi presupposti oggettivi.

6. Conclusioni

Al termine delle indagini svolte nella suesposta trattazione, risultano evidenti difficoltà nell'interpretare le disposizioni dedicate alla crisi dei fondi comuni di investimento e, in particolare, quelle introdotte per effetto del D. Lgs. n. 47/2012 in materia di liquidazione giudiziale dei fondi comuni e/o dei relativi comparti.

Nonostante negli ultimi anni alcune delle più controverse questioni siano state affrontate dalla giurisprudenza, quest'ultima non è giunta a soluzioni unanimemente condivise. Il più delle volte, anzi, ha adottato soluzioni esegetiche tra loro antitetiche, alimentando ulteriormente il dibattito storicamente sorto in dottrina con riferimento alla natura dei fondi comuni di investimento.

[228] In termini anche Trib. Bologna, 17 novembre 2011, in *Fall.*, 2012, p. 594 ss. *Contra* Cass. 15 luglio 2010, n. 16606 e Cass. 20 maggio 2013, n. 12187.

Tra le molteplici ed eterogenee incertezze nascenti dall'interpretazione delle disposizioni riguardanti la crisi dei fondi comuni, il problema che ha dato adito a maggiori dibattiti, è stato quello relativo alla natura della procedura di liquidazione giudiziale del fondo prevista dall'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf, posto che il legislatore non ha chiarito se tale liquidazione possa ritenersi una procedura concorsuale equiparabile a quelle previste dalla legge fallimentare e dal Codice della crisi e dell'insolvenza.

Al fine di rispondere al suddetto interrogativo è necessario fare una precisazione con riguardo ai presupposti delle tre procedure di liquidazione previste dall'art. 57 del Tuf, rispettivamente ai commi 3 (liquidazione coatta della Sgr insolvente), 3-*bis* (liquidazione coatta del fondo comune *in bonis*) e 6-*bis* (liquidazione giudiziale del fondo comune incapiente o insolvente). Mentre infatti la procedura di cui al comma 3-*bis* presuppone la capienza del fondo (sebbene ne venga poi disposta la liquidazione per effetto dell'insolvenza della Sgr), il comma 6-*bis* presuppone invece uno stato di crisi del patrimonio comune (nei due connessi ma distinti profili della incapienza e della insolvenza).

Pertanto, ed è questo il profilo maggiormente problematico, quando il comma 6-*bis* rende applicabili alla procedura di liquidazione giudiziale del fondo le disposizioni richiamate dal comma 3-*bis*, sta di fatto regolando le ipotesi di incapienza del fondo comune utilizzando un impianto normativo che presuppone invece la sua capienza (intesa quale capacità di soddisfare le obbligazioni contratte nel suo interesse). Appare allora evidente come il comma 6-*bis* avrebbe più opportunamente dovuto richiamare il contesto normativo a cui si riferisce il comma 3, piuttosto che richiamare quello (più limitato) previsto dal comma 3-*bis*.

A conferma di ciò basti pensare che il comma 3, a differenza del comma 3-*bis*, include nel suo campo di applicazione l'art. 82 del Tub, il quale rinvia alle norme previste dal Titolo V, Capo I, Sezione IV del Codice della crisi e dell'insolvenza, che comprendono anche quelle riguardanti gli effetti della

liquidazione giudiziale sugli atti pregiudizievoli ai creditori (ed *in primis* le disposizioni che regolano l'esercizio dell'azione revocatoria).

Anche in considerazione di ciò – e tenuto conto delle ulteriori argomentazioni esposte nel corso della trattazione – pare opportuno interpretare la procedura di liquidazione giudiziale del fondo alla luce del complessivo impianto normativo previsto dall'art. 57 del Tuf.

Peraltro, l'applicazione del contesto normativo sopra richiamato, oltre che avvalorata dalla collocazione del comma 6-*bis* nel corpo dell'art. 57 del Tuf, risulterebbe finanche obbligata in caso di insolvenza di fondi comuni immobiliari. La liquidazione giudiziale di tali fondi– esercitando questi ultimi, per il tramite della Sgr, una vera e propria attività imprenditoriale che considera un orizzonte temporale significativo – necessiterebbe di essere regolata da una procedura concorsuale che tenga conto di una dimensione finanziaria della crisi del fondo, nell'ottica di un recupero della sua continuità aziendale.

Avendo infine riguardo alla formulazione letterale utilizzata dal legislatore, potrebbe obiettarsi che laddove quest'ultimo avesse aderito alla ricostruzione sopra ipotizzata, si sarebbe potuto limitare ad inserire i fondi comuni nell'elenco dei soggetti destinatari della disciplina "concorsuale" prevista dagli artt. 56 e 57 del Tuf[229]. Ciò avrebbe però richiesto un'esplicita adesione alla tesi della soggettività giuridica dei fondi, alla quale però il legislatore non ha ancora ritenuto di voler aderire.

La soluzione adottata dall'art. 57, comma 6-*bis*, del Tuf pare allora essere un compromesso che, pur prefigurando un possibile futuro riconoscimento della soggettività giuridica dei fondi comuni, non consente ancora oggi di

---

[229] Secondo P. CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, cit., p. 624 «[l]*a diversa soluzione seguita dal legislatore per i fondi comuni di inserire "timidamente" nel corpo dell'art. 57 il nuovo comma 6* bis *in maniera "defilata", abbozzando una disciplina sommaria e "laterale", limitata peraltro alla sola ipotesi dell'"insolvenza", determina inevitabilmente una serie di lacune che* […], *non potranno che esser colmate col ricorso a soluzioni ermeneutiche che, come tali, possono esporsi ad obiezioni che rendono il quadro normativo alquanto instabile*».

ritenere pienamente superato il tradizionale dibattito concernente la loro natura giuridica.

Il silenzio del legislatore non deve tuttavia essere interpretato nel senso di escludere la possibilità di applicare anche ai fondi comuni quegli istituti previsti dalle procedure concorsuali che soltanto tradizionalmente sono stati riferiti ad entità dotate di soggettività giuridica. Anzi, i riferimenti contenuti nel richiamato comma 6-*bis* devono essere letti come una conferma del superamento della tradizionale impostazione che intende privilegiare una dimensione soggettiva dell'insolvenza patrimoniale.

BIBLIOGRAFIA

1. ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 27 ss.;
2. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017;
3. ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 457;
4. APRILE F., *La porta stretta tra fine spirituale di un ente ecclesiastico ed esercizio di attività commerciale*, in *Fall.*, 2014, p. 210;
5. ASCARELLI T., *L'*investment trust, in *Banca borsa*, 1951, I, p. 178.
6. BARBANTI SILVIA P., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 3 ss;
7. BIONE M., *L'impresa ausiliaria*, Padova, 1971, p. 230 ss.;
8. BONFATTI S., *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Rivista ODC*, 2018, 1, p. 28;
9. BONFATTI S., "*Accordo di ristrutturazione"* ex *art 182*-bis *l. fall. e fondi comuni di investimento immobiliari*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, p. 22;
10. BONFATTI S., *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR. La liquidazione giudiziale del fondo o del comparto insolvente*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 25 ss.;
11. BONFATTI S., *La disciplina delle crisi delle imprese bancarie, finanziarie e assicurative*, in S. BONFATTI e P.F. CENSONI (a cura di), *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, p. 703 ss.;
12. 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, I, p. 553;
13. CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, p. 219;

14. CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2011, p. 36;
15. CARRIERE P., *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali di crisi d'impresa,* in *Fallimento,* 2014, 6, p. 618;
16. CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, II-III, p. 449;
17. CAVALLI G., *I presupposti del fallimento*, in S. AMBROSINI, G. CAVALLI, A. JORIO (a cura di), *Il fallimento, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2009, XI, p. 120;
18. CERA M., *Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 222;
19. CETRA A., *Il fallimento della fondazione che esercita attività commerciale*, in *Fall.*, 2009, p. 1431;
20. COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, I, p. 11;
21. COMPORTI M., *Art. 156*, in A. NIGRO, M. SANDULLI (diretto da), *La riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006, p. 971 ss.;
22. COSTI R. - ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, VIII, p. 435, nota 92;
23. COSTI R., *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, 1 ss.;
24. COSTI R., *La cancellazione delle società per azioni ed il problema delle sopravvenienze passive*, in *Giur. it.*, 1964, I, 1, p. 1355 ss.;
25. COSTI R., *Le sopravvenienze passive dopo la liquidazione delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, p. 280 ss.;
26. COTTERLI S., *La disciplina degli intermediari finanziari nella legge n. 197 del 5 luglio 1991*, in *Banca impresa soc.*, 1992, p. 281;
27. COTTINO G., *La difficile estinzione della società: ancora un intervento (chiarificatore?) delle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2013, p. 862 ss.;
28. COTTINO G., *La difficile estinzione delle società: ancora qualche (libera) divagazione sul punto*, in *Giur. It.*, 2012, p. 2573 ss.;

29. D'AMBROSIO C., *Accordi di ristrutturazione e transazione fiscale*, in G. FAUCEGLIA e L. PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Torino, 2009, IV, p. 1802 ss.;
30. DI AMATO A., *Art. 56*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, pag. 757;
31. FAZZUTTI E., *Profili della responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984, p. 495;
32. FERRI JR. G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 50 ss.;
33. 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, p. 751;
34. FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nelle società per azioni*, Milano, 2008, p. 323;
35. FRASCAROLI SANTI E., *Il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali*, Padova, 2016, p. 31 ss.;
36. GALGANO F. e BONSIGNORI A., *Il fallimento delle società*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, 1988, X, p. 132 ss.;
37. GALGANO F., *Trattato di diritto privato*, 2009, III, p. 553 ss.;
38. GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato. di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia.*, Padova, 2003, XXIX, p. 154;
39. GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989, p. 170 ss.;
40. GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, p. 158;
41. GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 432;

42. GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 1146;
43. GRAZIADEI M., *Mandato*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., Torino, 1994, XI, p. 173;
44. GREA G., *Fondo immobiliare e liquidazione* in bonis: quid iuris *in caso di sopravvenienze passive?*, consultabile all'indirizzo http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-07-17/fondo-immobiliare-liquidazione-bonis-110859.php;
45. GRIGÒ E., *Accordi di ristrutturazione dei debiti e fondi comuni di investimento: una possibile "diversa" lettura?*, in *Fall.*, 2016, p. 970;
46. JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1119;
47. LAMORGESE A., *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *Contratti*, 2011, p. 27;
48. LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 423;
49. LENER A., *Art. 3 della legge n. 77 del 1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 399 ss.;
50. LIBONATI B., Holding *e* investment trust, Milano, 1960;
51. LUPI M., *Art. 18*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, p. 307 ss.;
52. MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013, p. 5 ss.;
53. MAGNO D., Mala gestio *e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in E. GABRIELLI - R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, I, p. 933 ss.;
54. MEO G., *Azione «comune» e azione «individuale» contro amministratori e sindaci di società di gestione di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I, p. 178;

55. MIOLA M. - BRIOLINI F., *Art. 36*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2002, p. 331 ss.;
56. MONTALENTI P., *Organismo di vigilanza e sistemi dei controlli*, in *Giur. comm.*, 2009, p. 643;
57. PESCATORE G., *Art. 57*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, I, p. 556 ss.;
58. RAGUSA MAGGIORE G., *Istituzioni di diritto fallimentare*, Padova, 1994, p. 49;
59. RESCIGNO P., *Fondazione e impresa*, in *Fall.*, 1967, p. 840 ss.;
60. RESTUCCIA D., *I fondi d'investimento chiusi*, Bari, 2012, p. 86;
61. RICCI E.F., *Lezioni sul fallimento*, Milano, 1997, I, p. 50;
62. ROCCO DI TORREPADULA N., *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 216 ss.;
63. ROSSI G., *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in P.G. JAEGER - P. CASELLA (a cura di), *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984, p. 15;
64. SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 211;
65. 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, II-III, p. 387;
66. SANTAGATA C., *Del mandato: delle obbligazioni del mandatario, delle obbligazioni del mandante. Artt. 1710-1721*, in A. SCIALOJA – G. BRANCA (a cura di), *Commentario al codice civile*, Bologna-Roma, 1985, p. 36 ss.;
67. SAVI G.P., *Società finanziaria ("holding") e società di investimento ("investment trust")*, in *Noviss. Dig. It*, Torino, 1970, III;
68. SCANO A.D., *Fondi comuni immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 1133;

69. SEMINARA L., *Nota a Tribunale Milano, 11 maggio 2015,* in *Giur. comm.*, 2016, V, p. 1115;
70. SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, VI, p. 1141;
71. STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, p. 117 ss.;
72. TROIANO V., *Art. 37*, in M. FRATINI - G. GASPARRI (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, I, p. 573;
73. VASSALLI F., *Diritto Fallimentare*, Torino, 1994, I, p. 50;
74. VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di Legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1194;
75. WEIGMANN R., *La difficile estinzione delle società*, in *Giur. it.*, 2010, 1616 ss.

GIURISPRUDENZA

1. Cass. 24 maggio 2019, n. 14325, in *CED Cassazione*, 2019;
2. Cass. 8 maggio 2019, n. 12062, in *CED Cassazione*, 2019;
3. Trib. Milano, 14 settembre 2018, in *Società*, 2019, VII, p. 855, con nota di E. GUFFANTI;
4. Trib. Milano, 9 gennaio 2018, in *Not.*, 2019, I, p. 59, con nota di F. MOTTOLA LUCANO;
5. Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7232, in *Foro it.*, 2017, 2, I, p. 730;
6. Trib. Milano, 5 dicembre 2016, n. 1824;
7. Trib. Milano, 3 dicembre 2015;
8. Trib. Milano, 11 maggio 2015, in *Giur. it*., 2016, I, p. 89, con nota di L. IACUMIN;
9. Trib. Milano, 17 aprile 2014, in *www.ilcaso.it*, Sez. Giur., 16049;
10. Cass. 10 luglio 2013, n. 17101, in *Fall.*, 2014, 4, p. 477;
11. Trib. Milano, 22 gennaio 2013, n. 19;
12. Trib. Milano, 29 marzo 2012, n. 65566, in *www.ilcaso.it*, Sez. giur., 10501;
13. App. Venezia, 1° marzo 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 10, 1, p. 812;
14. Trib. Bologna, 17 novembre 2011, in *Fall.*, 2012, p. 594 ss.;
15. Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. it.*, 2011, VII, p. 1550, con nota di M. RIZZUTI;
16. TAR Lecce 28 giugno 2000, n. 2856, in *Dir. banca mercato fin.*, 2001, I, p. 341;
17. TAR Lazio 20 marzo 1996, in *Banca borsa*, 1997, II, p. 737;
18. TAR Lazio 7 maggio 1997, n. 685, in *Banca borsa*, 1998, II, p. 220 ss.;
19. TAR Campania Napoli, 26 marzo 1987, n. 170, in *Capolino* 1993, p. 132 ss.;

20. Cons. Stato 31 maggio 1984, n. 409 in *Giust. civ.*, 1985, I, p. 260.