

Recenti modifiche della disciplina dei fondi comuni di investimento. La legislazione di urgenza è una buona consigliera?

SOMMARIO: 1. Le modifiche della disciplina dei fondi comuni ad opera del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78. – 2. La nuova definizione di fondo comune di investimento. – 3. Precisazioni in merito alla responsabilità patrimoniale dei fondi comuni di investimento. – 4. Le modifiche dell'articolo 37, del Testo Unico della Finanza. – 4.1. Motivazioni ed obiettivi. – 4.2. La revoca dei controlli preventivi sui fondi riservati e speculativi. – 4.3 Effetti della revoca. – 5. Il regime dei controlli sui fondi comuni di investimento. – 6. La tutela dei risparmiatori. – 7. La graduazione della tutela. – 8. La crisi dei mercati ed i limiti del modello basato sulla trasparenza. – 9. Responsabilità del gestore e della banca depositaria. – 10. Valutazioni di insieme.

1. Le modifiche della disciplina dei fondi comuni ad opera del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78.

In occasione di uno dei primi provvedimenti per superare la crisi economica, il d.l. 31 maggio 2010, n. 78 ¹, tra le molteplici e variegate misure adottate ², ha apportato rilevanti modifiche alle norme sui fondi

¹ Decreto recante *Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica*, convertito con modificazioni dalla l. 30 luglio 2010, n. 122. Con il medesimo fine di *stabilizzazione finanziaria e competitività economica*, seguiranno a d.l. 13 agosto 2011, n. 138 recante *Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo*, il d.l. 6 luglio 2011, n. 98, avente il più limitato fine della sola *stabilizzazione finanziaria* e molteplici altri decreti legge che hanno avuto l'indubbio merito di arginare la crisi economica nel nostro paese ma che spesso sono risultati poco attenti alla coerenza e al coordinamento con la grande mole di modifiche e correzioni delle modifiche.

² Nel decreto legge si contano, tra le misure più importanti, 21 interventi che spaziano da misure di contenimento del costo del lavoro, ad aumenti tariffari, alla riduzione degli stipendi elevati nella P.A. e a norme di inasprimento fiscale.

immobiliari e, soprattutto, alla disciplina generale dei fondi comuni di investimento.

Con l'articolo 32 del d.l., dedicato, secondo quanto indicato nella rubrica, alla *Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi*, si è intervenuti modificando radicalmente l'imposizione diretta dei fondi immobiliari ³ e si è proceduto ad apportare alla disciplina generale dei fondi comuni di investimento variazioni solo in parte conseguenti, o necessarie, alla riorganizzazione fiscale dei fondi immobiliari.

A seguito delle intervenute modifiche della disciplina fiscale, le società di gestione del risparmio che alla data di entrata in vigore del decreto avevano istituito (e gestivano) fondi immobiliari che non rispettavano il nuovo requisito della pluralità dei partecipanti, avrebbero dovuto adottare le *conseguenti delibere di adeguamento* ⁴ e prelevare, a titolo di imposta sostitutiva dell'imposte sui redditi, un ammontare pari al 5 per cento del valore netto del fondo.

Le società che non avessero adottato le delibere di adeguamento, avrebbero dovuto procedere alla liquidazione il fondo ed in questo caso l'aliquota dell'imposta sostitutiva sarebbe stata elevata al 7 per cento ⁵.

La drastica modificazione del regime di imposizione diretta dei fondi immobiliari, con il passaggio dalla esenzione ⁶ all'applicazione di un'imposta sostitutiva di tipo patrimoniale, sarebbe scaturita dall'eventuale mancato adeguamento alla modifica della definizione di "fondo comune di investimento", di cui alla lettera j), del co. 1, dell'art. 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.).

Il co. 1 dell'articolo 32 d.l., peraltro, oltre a modificare tale definizione, interveniva anche sulla disciplina generale della separazione patrimoniale dei fondi comuni e sul regime dei controlli di vigilanza dei fondi c.d. *riservati* e *speculativi* ⁷.

³ Salvo procedere nuovamente, come si vedrà, ad ulteriori interventi l'anno successivo, con il d.l. 23 maggio 2011, n. 70.

⁴ Co. 3 dell'art. 32, del d.l. 78/2010.

⁵ Co. 4 del medesimo art. 32.

⁶ Tassazione in capo ai partecipanti dei proventi distribuiti, o realizzati a seguito del riscatto delle quote, come disciplinato dagli artt. 6 e 7 del d.l. 25 settembre 2001, n. 351, convertito con modificazioni dalla l. 23 novembre 2001, n. 410.

⁷ L'articolo, dall'innovativo *incipit* con il quale si dava notizia di non meglio precisati "controlli effettuati dall'Autorità di vigilanza", apportava al t.u.f. le seguenti modificazioni: - La lettera j), del co. 1, dell'art. 1, veniva così sostituita: "j) fondo comune di investimenti: il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una pre-

Sebbene la rubrica dell'articolo 32 facesse riferimento alla sola riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi ⁸ e l'obiettivo dichiarato dell'intervento fosse quello di *“arginare il fenomeno dei fondi immobiliari cosiddetti «veicolo», contrastando l'utilizzo strumentale dei fondi comuni immobiliari a ristretta base partecipativa finalizzato al godimento dei benefici fiscali previsti dall'attuale normativa”* ⁹, l'incidenza delle modifiche alla disciplina generale dei fondi comuni (aperti, chiusi, mobiliari ed immobiliari) è profonda e di rilievo sistematico.

2. La nuova definizione di fondo comune di investimento.

Confrontando la nuova definizione di fondo comune di investimento con quella precedentemente in vigore ¹⁰, si fa fatica a coglierne gli elementi di reale novità.

determinata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi”; - Al co. 6, dell'art. 36, dopo le parole: «nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società», erano aggiunte le seguenti parole: “delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio”; - Alla lett. b-bis del co. 2 dell'art. 37, dopo le parole “all'esperienza professionale degli investitori” erano aggiunte le seguenti parole “a tali fondi non si applicano gli articoli 36, co. 3, ultimo periodo, e co. 7, e l'art. 39, co. 3”.

⁸ La discrepanza tra la rubrica dell'articolo e nuova disciplina è evidenziata anche da Paolo Ferro-Luzzi, il quale evidenzia anche di non aver incontrato nella sua esperienza esempi di analoga “motivazione” di una norma primaria. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 754, nt. 3. La precisazione che si tratta di fondi chiusi inoltre, è superflua dal momento che non sono consentiti fondi immobiliari di tipo “aperto”, anche se il co. 6-bis dell'art. 14 del “Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento” (decreto del Ministro del Tesoro n. 228 del 1999. *Sub* nt. 21) consente di procedere a rimborsi anticipati della quota.

⁹ Relazione del Governo al disegno di legge presentato al Senato. Atto Senato n. 2228-XVI Legislatura, in http://www.senato.it/leg/16/BGT/Schede_V3/ddliter/35500.htm.

¹⁰ Prima delle modifiche apportate dall'art. 32 del d.l. 78/2010, la definizione era la seguente: “j) ‘fondo comune di investimento’: il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote”. Il testo era stato modificato, da ultimo, dal co. 1 dell'art. 5 del d.l. 25 settembre 2001, n. 351, convertito dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, per consentire la pluralità di emissioni di quote anche per i fondi comuni di tipo chiuso.

Rispetto al testo precedente, viene infatti ulteriormente precisato che il fondo è raccolto “*tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento*” e che è gestito “*nell’interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi*”.

I nuovi criteri di identificazione di un fondo comune di investimento non sembrano, in realtà, aggiungere nulla al modello a cui tutti i fondi comuni dovrebbero essere già conformati.

In tutti i fondi, infatti, si dovrebbe rinvenire la presenza di una pluralità di partecipanti, essendo questa una caratteristica ontologica di tali organismi i quali sono *comuni*, in quanto realizzano investimenti nell’interesse non di un solo, ma di più partecipanti ¹¹.

Quanto alla politica di investimento, essa è parte essenziale e imprescindibile del regolamento del fondo ed è, quindi, necessariamente *predeterminata* alla esecuzione degli investimenti stessi.

Coerentemente con la definizione di fondo comune, il t.u.f. distingue inoltre l’attività di gestione di portafogli ¹², dalla gestione collettiva del risparmio di cui al Titolo III, Parte II, del t.u.f. ¹³. L’istituzione di fondi comuni di investimento e la gestione del loro patrimonio sono quindi attività di gestione collettiva (svolta nell’interesse di una pluralità di soggetti), nettamente separata, anche dal punto di vista sistematico, da quel-

¹¹ Secondo l’art. 1, par. 2, lett. *a*), della direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (*coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities* (UCITS)), sono Organismi di Investimento Collettivo in Valori mobiliari gli organismi “*il cui oggetto esclusivo è l’investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o in altre attività finanziarie liquide di cui all’articolo 50, paragrafo 1, e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi*”.

¹² Intendendosi con tale termine “*la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell’ambito di un mandato conferito dai clienti*”, come indicato all’art. 1, co. 5-*quinquies*, del t.u.f.; definizione integralmente tratta dall’art. 4, co. 1, n. 9) della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, c.d. “*Direttiva MiFid*”.

¹³ Intendendosi con tale termine “*il servizio che si realizza attraverso: 1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d’investimento e l’amministrazione dei rapporti con i partecipanti; 2) la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l’investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili*” di cui all’art. 1, co. 1, lett. *n*), del t.u.f.

la della gestione individualizzata e discrezionale ¹⁴ e non sembra che le ulteriori specificazioni introdotte possano aggiungere altro al quadro normativo ormai da tempo consolidato.

Per comprendere le ragioni dell'intervento operato dal decreto legge, può soccorrere allora quanto riportato sul punto dalla relazione del governo, la quale evidenzia come venga *“innanzitutto modificata la nozione civilistica dei fondi comuni di investimento immobiliari prevista dal testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (t.u.f.), di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, specificandone la funzione economica (raccolta del risparmio tra una pluralità di investitori); investimento del patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di gestione; autonomia delle scelte di investimento della società di gestione del risparmio (SGR).*

In tal modo viene circoscritta l'applicazione dell'attuale regime fiscale ai soli fondi che gestiscono risparmio diffuso nonché a quelli diretti a realizzare attività di interesse pubblico” ¹⁵.

Se da un lato la relazione governativa sembra non cogliere la reale portata del provvedimento, in quanto fa riferimento ai soli fondi immobiliari mentre la modificazione riguarda tutti i fondi comuni di investimento, dall'altro ha il merito di evidenziare con chiarezza che l'obiettivo del provvedimento è di natura tributaria e che, coerentemente con quanto indicato nella rubrica dell'articolo, esso si propone di circoscrivere l'applicazione dell'attuale regime fiscale di favore ai soli fondi che gestiscono il *risparmio diffuso nonché a quelli diretti a realizzare attività di interesse pubblico*.

Quindi la modifica della definizione di fondo comune di investimento ha lo scopo di limitare i vantaggi fiscali solo ad alcune tipologie di fondi.

Consegue che saranno ammessi ad usufruire dell'attuale regime fiscale di favore solo quei fondi comuni, qualunque sia la categoria di appartenenza, che gestiscono risparmio diffuso, ovvero che siano diretti a realizzare attività di interesse pubblico.

Che questa sia la finalità della modifica e che la stessa investa tutti i fondi comuni di investimento e non solamente i fondi immobiliari, è confermato anche dalla Circolare 33/E, dell'Agenzia delle Entrate, del 15 luglio 2011 la quale evidenzia come *“il Legislatore con tale disposizione*

¹⁴ Separazione sistematica che si ritrova in primo luogo nella normativa comunitaria che disciplina le due attività con Direttive differenti (nt. 11 e 12).

¹⁵ Relazione del Governo al d.l. (nt. 9).

ha inteso negare lo status di fondo comune d'investimento e, quindi, il correlato regime fiscale, a quei fondi che si discostano dal modello tipizzato dalle disposizioni civilistiche e che non attuano forme di gestione collettiva del risparmio.

*Al riguardo, si ricorda che la risoluzione n. 137/E del 4 ottobre 2005 ha precisato che un fondo, per essere tale, necessita dunque di una pluralità di sottoscrittori, a meno che l'unico detentore non rappresenti una pluralità di interessi così da raffigurare una gestione collettiva, quale è il caso, ad esempio, dei fondi pensione o dei fondi comuni*¹⁶.

*Pertanto, qualora un organismo di investimento non possieda i requisiti previsti dalle sopra menzionate disposizioni, allo stesso non si applicherà la disciplina fiscale prevista per gli organismi di investimento collettivo del risparmio di cui all'articolo 73, comma 5-quinquies, del TUIR e a tali organismi si applicheranno le disposizioni in materia di IRES*¹⁷.

Ai fini dell'applicazione del regime fiscale proprio dei fondi comuni di investimento quindi, non sarà più sufficiente l'approvazione del fondo e del suo regolamento da parte della Banca d'Italia, come previsto dall'articolo 39, del t.u.f., ma la società che lo gestisce (e quella che eventualmente lo ha promosso, se diversa) dovrà assicurare il rispetto del requisito della pluralità dei sottoscrittori (*rectius*: di investitori e di partecipanti, come si vedrà), pena l'esclusione dal regime di favore dell'imposta sostitutiva e l'applicazione delle disposizioni in materia di IRES¹⁸.

Quanto alla configurazione del requisito della pluralità dei soggetti, il tenore letterale della norma sembrerebbe però non autorizzare la lettura proposta dalla relazione governativa al decreto legge. Essa attribuisce alla "*realizzazione di attività di interesse pubblico*" una sorta di capacità sostitutiva del requisito, evidentemente soggettivo, che non sembra possa essere soddisfatto dalla oggettivizzazione dell'interesse che il fondo dovrebbe perseguire.

Questo, tenendo anche conto della mancata indicazione di criteri indicativi della natura ed estensione di tale interesse e che in ogni caso

¹⁶ La risoluzione ha per oggetto l'istanza di interpello proposta ai sensi dell'articolo 11 della Legge 27.07.2000, n. 212, con riferimento ad un fondo comune di diritto italiano le cui quote "*sono state interamente sottoscritte da un investitore istituzionale*".

¹⁷ Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 33/E del 15 luglio 2011, p. 7.

¹⁸ Soluzione successivamente parzialmente modificata dalle nuove disposizioni sui fondi immobiliari che prevedono invece la tassazione "*per trasparenza*" direttamente in capo ai partecipanti.

l'interesse pubblico non può considerarsi equivalente alla somma degli interessi della pluralità dei soggetti amministrati.

Anche la sostituzione operata dall'Agenzia delle Entrate nella risoluzione 137/E, che trasferisce la pluralità dei soggetti alla pluralità di interessi rappresentati, non appare compatibile con il dato normativo, dal momento che, in via generale, rappresentare degli interessi non può equivalere alla rappresentanza dei soggetti che di tali interessi sono portatori e che, nello specifico degli esempi citati dalla risoluzione, i fondi pensione ed i fondi comuni di investimento, non sono "portatori" degli interessi dei sottoscrittori, come la dottrina più autorevole ha escluso fin dalla emanazione della legge istitutiva dei fondi comuni di investimento ¹⁹.

Appare inoltre estranea alla norma, la locuzione *risparmio diffuso* che la relazione governativa indica quale altro elemento di merito (unitamente alla realizzazione dell'interesse pubblico) che giustificerebbe l'applicazione ai fondi comuni di investimento del regime fiscale di favore. Se il termine appare riecheggiare la categoria delle *azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante* di cui agli articoli 2325-bis ss. c.c., non sembra che ciò possa giustificare la sostituzione di categorie di soggetti chiaramente individuate (gli investitori e i partecipanti ad un fondo comune di investimento), con un non meglio specificato *risparmio diffuso*.

L'aggiunta della nuova categoria degli *investitori* nella definizione di fondo comune di investimento disposta dal decreto legge, richiede inoltre un'ulteriore riflessione, dato che il termine non può essere considerato sinonimo di "partecipante", o di "sottoscrittore" del fondo.

Sembra infatti trattarsi non di una nuova categoria che *entra in relazione* con il fondo comune, quanto della platea dei soggetti a cui la società di gestione del risparmio si rivolge per raccogliere il patrimonio di un (nuovo) fondo. Con la nuova definizione di fondo comune sembra allora volersi disciplinare la fase prodromica alla nascita del fondo,

¹⁹ LENER, *Commento all'art. 3, l. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Nuove leggi civ.*, 1984, p. 400 e ss. Per i fondi pensione, occorre distinguere tra quelli c.d. "aperti", la cui struttura replica quella dei fondi comuni di investimento e quelli c.d. "contrattuali" che sono dotati di propria soggettività ben distinta da quella degli iscritti e di organi propri che esprimono l'interesse del fondo pensione e non quello della pluralità degli iscritti. Si potrebbe ragionevolmente ritenere che l'Agenzia delle Entrate intendesse riferirsi all'interesse economico (ad una proficua gestione) collettivo, ma ciò non sembra possa sostituire il requisito soggettivo indicato dalla norma di legge.

ovverosia la raccolta del patrimonio tra gli investitori (potenziali), richiedendo che anche per questa attività sia assicurata la pluralità dei soggetti oblati.

Per poter usufruire del regime fiscale proprio dei fondi comuni di investimento, si aggiunge quindi un ulteriore requisito rappresentato dall'esistenza di una pluralità di soggetti (gli investitori, potenziali futuri partecipanti al fondo) fin dalla iniziale raccolta del patrimonio.

Se questa distinzione potrebbe apparire di non grande rilevanza per i fondi di tipo aperto, ove in ogni momento è possibile sottoscrivere e riscattare le quote (la distinzione tra investitore oblato e partecipante, nel corso della vita del fondo, diviene quindi sfumata), lo è meno per i fondi di tipo chiuso la cui sottoscrizione è limitata al periodo iniziale di raccolta del patrimonio ²⁰. Per tale categoria di fondi ed in particolare per i fondi immobiliari, dovrà quindi essere rispettato, oltre al requisito della pluralità dei partecipanti durante la vita del fondo, anche il requisito della raccolta del patrimonio presso una pluralità di investitori.

Questo precluderebbe la possibilità di dotare il fondo di un patrimonio iniziale conferito da un singolo investitore e successivamente creare una pluralità di soggetti partecipanti mediante vendita delle quote da parte del partecipante iniziale ²¹.

La valenza fiscale e le complessità applicative delle novità introdotte, avevano comunque suggerito di demandare al Ministero dell'Economia e delle Finanze l'emanazione di opportune disposizioni attuative (co. 2, dell'art. 32, del d.l.), mediante aggiornamento del decreto previsto dall'articolo 37, del t.u.f. ²², stabilendo il termine di trenta giorni dalla data di conversione del decreto, per la sua emanazione.

Il 6 aprile 2011 (ben otto mesi dopo, in realtà, dall'avvenuta conversione del d.l.), il Ministero rendeva disponibile, per la pubblica consulta-

²⁰ Anche nel caso in cui il regolamento del fondo chiuso preveda la facoltà di emissione di quote successive alla prima, il periodo di sottoscrizione è sempre limitato.

²¹ Come è noto, nei fondi chiusi non è previsto il riscatto delle quote, salvo il caso in cui il regolamento preveda la facoltà di sottoscrizioni successive alla prima, quale previste dal comma 6-bis dell'art. 14 del d.m. del Tesoro n. 228 del 1999. Normalmente i regolamenti dei fondi comuni prevedono comunque la facoltà per i partecipanti di vendere le proprie quote, disciplinando le formalità richieste per la cessione.

²² D.m. del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (ora Ministero dell'Economia e delle Finanze), n. 228 del 24 maggio 1999, *“Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento”*.

zione, la bozza dell'aggiornamento ²³ a cui, per altro, non faceva seguito la promulgazione per l'intervenuta abrogazione, come si vedrà, della disposizione che ne prevedeva l'obbligo di emanazione.

Pur se rimasto in forma di bozza, l'aggiornamento del decreto ministeriale 228 del 1999, appare di sicuro interesse perché consente di comprendere appieno i principi ispiratori delle modifiche disposte dal d.l. 78/2012 e la complessità della loro attuazione.

La relazione illustrativa alla bozza di aggiornamento del decreto ministeriale confermava in primo luogo quanto indicato nella relazione del governo al decreto legge, chiarendo che l'intervento sulla disciplina dei fondi comuni di investimento era volto *“principalmente al fine di arginare il fenomeno dei cc.dd. “fondi veicolo”, ossia quei fondi a ristretta base partecipativa costituiti con il fine elusivo di usufruire dei benefici fiscali previsti dall'attuale normativa”* e che le nuove disposizioni *“mirano a contrastare tale abuso consentendo l'applicazione del pertinente regime fiscale esclusivamente ai fondi che consistano effettivamente in forme di gestione collettiva del risparmio”*.

Il provvedimento definiva in primo luogo *“un indice di concentrazione massima delle partecipazioni, diretto a prevenire il rischio di un rispetto solo formale del suddetto requisito”* ²⁴, prevedendo al co. 1, dell'art. 3-bis, che *“Il fondo è raccolto tra una pluralità di partecipanti quando i primi tre partecipanti, per dimensione della partecipazione, non detengono più di due terzi delle quote del fondo”* ²⁵.

Seguendo le linee interpretative indicate dalla relazione governativa al decreto legge e confermando l'attribuzione di un peso marginale al tenore letterale della norma (che enfatizza come si è visto, il requisito soggettivo della pluralità degli investitori e aderenti), per la verifica dell'indice di concentrazione del comma 1, veniva però consentito di prendere in considerazione i *beneficiari effettivi del risultato di gestione* (quindi non più la *pluralità di interessi* di cui alla Risoluzione 137/E dell'Agenzia delle Entrate) imputando ad essi la partecipazione al fondo *in misura proporzionale all'entità patrimoniale della loro partecipazione*.

²³ Bozza resa disponibile sul sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del tesoro, il 6 aprile 2011, in http://www.dt.tesoro.it/it/regolamentazione_settore_finanziario/consultazioni_pubbliche_online_storico/consult_pub_art37_dlgs240898_n58_tuf.html.

²⁴ Relazione illustrativa alla bozza del Decreto MEF del 6 aprile 2011, (nt. 23).

²⁵ Art. 3-bis, co. 1, della bozza del decreto MEF del 6 aprile 2011, (nt. 23).

I co. 3 e 4, consideravano inoltre rispettato il requisito, rispettivamente, quando almeno il cinquanta per cento del fondo fosse appartenuto ad alcune categorie di soggetti qualificati ²⁶, ovvero nel caso in cui il fondo fosse destinato esclusivamente alla realizzazione di un interesse di carattere pubblico individuato da una legge statale o regionale e quando almeno il venti per cento del fondo fosse appartenuto ad alcune categorie di soggetti qualificati, in parte analoghe a quelle contemplate al co. 3 ²⁷.

Al co. 5, veniva precisato inoltre che il rispetto delle disposizioni previste dovesse essere assicurato in via continuativa e che per i fondi chiusi il requisito doveva essere verificato per la prima volta alla data di chiusura del periodo di sottoscrizione.

A pochi giorni dalla scadenza del termine per la presentazione delle osservazioni alla bozza del decreto ministeriale ²⁸, l'art. 8, co. 9, del d.l. 13 maggio 2011, n. 70²⁹, interveniva nuovamente sulla materia, abrogando il co. 2, dell'art. 32 del d.l. 78/2010 e riformulando integralmente la disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliare, con la creazione, anche, della nuova categoria dei fondi immobiliari c.d. *istituzionali* ³⁰.

Come anticipato, l'abrogazione del co. 2, dell'art. 32, del d.l. 78/2010 sollevava il Ministero dell'Economia e delle Finanze dall'obbligo di dettare le norme dispositive del comma 1, non solamente con riferimento alla modifica della definizione di fondi comuni di investimento ma anche, come si vedrà, per l'avvio delle modifiche dell'articolo 37, del t.u.f., disposte dalla lettera c), del co. 1, del d.l.

²⁶ Lo Stato Italiano, enti pubblici territoriali italiani, Stati esteri, enti o organismi internazionali, forme di previdenza complementare italiane o estere, enti previdenziali di previdenza obbligatoria italiani ed esteri, imprese di assicurazione italiane, o estere limitatamente all'investimento delle riserve tecniche, organismi di investimento collettivo italiani ed esteri con almeno 100 partecipanti, veicoli di investimento costituiti in forma societaria integralmente posseduti da uno o più soggetti quali in precedenza indicati.

²⁷ Lo Stato Italiano, enti pubblici territoriali italiani, stati esteri, enti o organismi internazionali, veicoli di investimento costituiti in forma societaria, controllati da uno o più soggetti in precedenza indicati ed infine da un organismo di investimento collettivo del risparmio italiano od estero in cui uno dei soggetti in precedenza indicati detenga almeno il 40% delle quote.

²⁸ La relazione illustrativa alla bozza indicava come termine ultimo il 23 aprile 2011.

²⁹ Convertito con modificazioni dalla l. 12 luglio 2011, n. 106.

³⁰ Denominazione attribuita dalla Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 2/E del 15 febbraio 2012, che al par. 3 identifica altresì come *"Investitori Istituzionali"* i soggetti che possono partecipare a tali fondi.

L'esenzione dall'obbligo non avrebbe comunque impedito al Ministero di emanare l'aggiornamento del proprio decreto del 1999³¹, ma ad oggi non si è proceduto in tal senso pur essendo stati stabiliti, dal d.l. 70/2011, nuovi requisiti per poter usufruire del regime fiscale di favore limitatamente ai fondi comuni di investimento immobiliari.

Quanto ai fondi immobiliari ed esclusivamente per essi, abbandonata l'imposizione di tipo patrimoniale nelle ipotesi di carenza del requisito della pluralità di investitori ed aderenti al fondo, la nuova disciplina³² prevede che il regime fiscale di favore previsto dagli art. 6, 8 e 9 del d.l. 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla l. 23 novembre 2001, n. 410, possa essere applicato integralmente solo alla nuova categoria dei fondi immobiliari *istituzionali* mentre per gli altri fondi immobiliari esso sarà applicabile solamente ai soggetti che possiedono quote di partecipazione in misura non superiore al 5 per cento del patrimonio. Per i soggetti che possiedono quote in misura superiore a tale soglia, i redditi conseguiti dalla partecipazione vengono imputati per trasparenza a ciascun partecipante, fatta eccezione per i partecipanti che appartengono alle categorie previste per i fondi immobiliari *istituzionali*.

La nuova categoria di fondi comuni di investimento immobiliare è, per altro, individuata esclusivamente per le caratteristiche dei partecipanti al fondo³³ e senza tener conto del requisito della pluralità richiesto

³¹ Che, salvo per le modifiche apportate alla disciplina dei fondi comuni immobiliari (l'ultima in ordine di tempo, l'estensione del termine previsto dall'ultimo paragrafo del co. 2 dell'art. 12-bis, per il raggiungimento della prescritta composizione del patrimonio del fondo, disposta dal d.m. 5 ottobre 2010), è rimasto sostanzialmente immutato dalla sua emanazione.

³² Nuovi co. 3 e ss. dell'art. 32 del d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, come sostituito dal co. 9 dell'art. 8 del d.l. 13 maggio 2011, n. 70.

³³ Il co. 3 dell'art. 32 del d.l. 78/2010 prevede infatti che il regime fiscale di favore *“trovi applicazione, in ogni caso, per i fondi partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti partecipanti: a) Stato o ente pubblico; b) Organismi d'investimento collettivo del risparmio; c) Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria; d) Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; e) Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; f) Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio d'informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché siano indicati nel decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del Testo unico delle imposte sui redditi di cui al de-*

dalla definizione di fondo comune di investimento, di cui alla lettera j), del comma 1, dell'articolo 1, del t.u.f.

Con le modifiche apportate dal d.l. 13 maggio 2011, n. 70, quindi, il requisito della pluralità degli investitori e dei partecipanti, come modificato dal d.l. 78 del 2010, viene frammentato tra le diverse normative e categorie di fondi.

Per i fondi non immobiliari, in assenza di aggiornamento del d.m. n. 228 del 1999, il requisito mantiene la sua natura soggettiva, secondo la definizione generale fornita dalla lettera j), del co. 1, dell'art. 1, del t.u.f. ed il suo rispetto è rimesso alla valutazione della società di gestione la quale, stante la complessità di applicazione della norma, assume la responsabilità nei confronti dei partecipanti al fondo per l'eventuale disapplicazione della normativa fiscale di favore.

Per i fondi immobiliari, per i quali si deve distinguere la nuova categoria dei fondi *istituzionali*, viene meno invece, l'applicabilità della definizione generale di fondo comune di investimento essendo possibile la partecipazione al fondo anche di un solo soggetto tra quelli indicati dalla norma di legge, fermo restando che l'eventuale disapplicazione della normativa fiscale di favore produce una tassazione per trasparenza in capo ai partecipanti, con l'applicazione quindi del regime fiscale ad essi proprio, e non l'applicazione dell'IRES come indicato nella circolare 33/E dell'Agenzia delle Entrate emanata successivamente alla data di conversione del d.l. 70/2011 per tutti (gli altri) fondi comuni di investimento.

L'evidente confusione determinatasi con il susseguirsi degli interventi legislativi di urgenza è resa ancor più critica se si considerano le ulteriori modifiche del t.u.f. disposte dal d.l. 78/2010.

creto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917;g) Enti privati residenti in Italia che perseguono esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153 nonché società residenti in Italia che perseguono esclusivamente finalità mutualistiche; b) Veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50 per cento dai soggetti indicati nelle precedenti lettere".

3. Precisazioni in merito alla responsabilità patrimoniale dei fondi comuni di investimento.

L'aggiunta al co. 6, dell'art. 36, della precisazione secondo la quale *“delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio”*, appare estranea agli obiettivi di *riorganizzazione della disciplina fiscale* indicati dal governo ³⁴, rispondendo con maggiore probabilità alle preoccupazioni sorte a seguito della sentenza Cass., 17 luglio 2010 n. 16605 che, in un *obiter dictum*, afferma *“che i creditori per obbligazioni contratte nell'interesse del fondo [potrebbero essere, n.d.r] ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni.”*.

La Suprema Corte sembra infatti riconoscere, sia pure nell'ambito di una valutazione estranea al *thema decidendum*, la categoria di creditori del fondo, non espressamente contemplata dalla normativa, ponendo così in evidenza la necessità di individuare con maggiore previsione i limiti della responsabilità patrimoniale nella gestione dei fondi comuni di investimento. Ad essi non si è prestata molta attenzione e questo ha già fatto parlare, per i fondi comuni di investimento, di inconsistenza della loro configurazione come patrimonio separato nel significato tradizionale del termine ³⁵.

Procedere mediante decretazione di urgenza in una materia di riconosciuta complessità, quale il regime di responsabilità patrimoniale e la sua limitazione nell'ambito dei patrimoni separati e farlo a seguito di un articolato e ponderato intervento del giudice nomofilattico, desta le perplessità a suo tempo segnalate ³⁶.

In particolar modo per quanto attiene all'effettiva efficacia della modifica apportata al co. 6 dell'art. 26 del t.u.f. che, secondo il governo, dovrebbe chiarire *“il regime della responsabilità dei fondi comuni di investimento, precisando che per le obbligazioni contratte dalla SGR per conto del fondo risponde esclusivamente il patrimonio di quest'ultimi”* ³⁷.

³⁴ La relazione del Governo al d.l. si limita a ripetere pleonasticamente il dettato normativo (nt. 9).

³⁵ FERRI JR. *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 25 ss.

³⁶ Per un approfondimento del tema, mi sia permesso di rinviare anche al mio *Limiti di responsabilità patrimoniale nella gestione dei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2011, p. 423 ss.

³⁷ Relazione del Governo al d.l. (nt. 9).

La disciplina delle azioni dei creditori dettata dal co. 6, dell'art. 36, del t.u.f. infatti, non può considerarsi derogatoria dei principi generali del nostro ordinamento, quanto semmai costituire un argomento a favore della qualificazione del rapporto di gestione in termini di mandato ³⁸ e appare quindi molto difficile interpretare la modifica disposta dal decreto legge come un'efficace limitazione dell'azione dei creditori, nei casi in cui i beni del fondo non fossero sufficienti a soddisfare le loro ragioni.

La nuova disposizione si limita in realtà a stabilire che il fondo risponde esclusivamente con il proprio patrimonio per le obbligazioni contratte per suo conto, ma questo non vuol dire che in tal modo possano venir precluse le azioni dei creditori insoddisfatti nei confronti del soggetto cui si riferisce il patrimonio separato e che ha agito nel interesse del medesimo e dei partecipanti “*i quali sono proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo*” ³⁹.

Non solamente perché la società, gestore del patrimonio, è il soggetto che a proprio nome ha contratto le obbligazioni ⁴⁰, ma perché in questo caso non si avrebbe alcuna garanzia circa il rispetto della *par condicio creditorum* e delle regole del concorso, dal momento che in assenza di insolvenza della società di gestione, il fondo non potrebbe essere assoggettato a procedura concorsuale, non rinvenendosi nel t.u.f. alcuna disciplina per i casi di incapacienza del fondo comune di investimento né disposizioni di tale natura nella l. fall.

Quest'ultima anzi, in ipotesi simile, quale l'incapacità del patrimonio destinato ad uno specifico affare, agli art. 155 e 156, regola la liquidazione (e non il fallimento) del patrimonio, solo a seguito del fallimento della società.

La modifica al co. 6 dell'articolo 36 del t.u.f. così come formulata appare quindi inefficace rispetto alle finalità dichiarate ⁴¹, non aggiungendo elementi di novità sostanziale alle regole di azione dei creditori le quali restano disciplinate secondo i principi generali della responsabilità patrimoniale (e del mandato). Si consideri inoltre che in tal modo si è introdotto un elemento di cesura con la normativa antecedente alla

³⁸ Il primo comma dell'articolo 1707 c.c. stabilisce infatti che “*I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistati in nome proprio*”, ferma la data certa del mandato.

³⁹ Cass., 17 luglio 2010, 16605.

⁴⁰ Né potrebbe essere altrimenti essendo il fondo privo di soggettività.

⁴¹ Perplessità sono state espresse anche da Ferro Luzzi, il quale suggerisce una formulazione differente; v. FERRO-LUZZI, *Un problema*, cit., p. 757.

modifica, che potrebbe accreditare interpretazioni incompatibili con il sistema dei fondi comuni di investimento, tali per cui, per eventi antecedenti all'entrata in vigore del decreto legge, si confermerebbe quanto affermato dalla Suprema Corte circa la possibile azione dei creditori del fondo nei confronti della società di gestione ⁴².

D'altra parte se si è ritenuto necessario agire con decretazione d'urgenza in una materia di tale complessità è perché probabilmente la sentenza della Suprema Corte ha messo in evidenza, sia pure incidentalmente, la debolezza strutturale di una delle norme portanti della struttura giuridica dei fondi comuni di investimento, peraltro da tempo segnalata ⁴³.

Obiettivo della norma, anche se forse non adeguatamente espresso, appare quello di salvaguardare la coerenza di un sistema che si fonda sulla separazione patrimoniale da un lato e sui controlli di vigilanza dall'altro.

Cosicché, mentre sembra evidente la ragione della modifica apportata dal co. 6, dell'art. 36, del t.u.f., meno comprensibile appare l'intervento sull'art. 37, in materia di controlli di vigilanza, secondo elemento strutturale dell'intero sistema dei fondi comuni di investimento.

4. Le modifiche dell'articolo 37, del Testo Unico della Finanza.

Le modifiche alla lettera b-bis) del co. 2 dell'art. 37, pur riferendosi esclusivamente ai fondi comuni di investimento *riservati e speculativi* ⁴⁴, hanno portata generale sul piano sistematico, in ragione del loro impatto sulla configurazione e, soprattutto, estensione dei controlli di vigilanza.

Per tali categorie di fondi sono ampliate le preesistenti esenzioni alla regolamentazione generale, con la soppressione dell'obbligo di sottoporre all'approvazione della Banca d'Italia i regolamenti del fondo, nonché di adottare i criteri generali stabiliti dalla medesima Autorità di Vigilanza ⁴⁵ per la loro redazione.

⁴² Dando così il via a contenziosi di lunga e complessa definizione.

⁴³ LENER, *Commento*, cit. Per approfondimenti, GENTILONI SILVERI, *Gestioni collettive e individuali: responsabilità del conferente*, Roma, 2006.

⁴⁴ I quali "possono *derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia*", secondo quanto consentito dagli artt. 15 e 16 d.m. 228 del 1999.

⁴⁵ Le modifiche del d.l. 78/2010, rendendo non applicabili a tali categorie di fondi gli art. 36, co. 3, ultimo periodo e co. 7, nonché l'art. 39, co. 3, t.u.f. La norma in esame

4.1. Motivazioni ed obiettivi.

Le motivazioni e gli obiettivi delle modifiche non appaiono di immediata comprensione.

Nella relazione del Governo al d.l. nulla si legge in proposito ⁴⁶, mentre nel presentare il provvedimento in Senato, il relatore con riferimento all'art. 32 del d.l. si limita a riferire che *“In materia fiscale sono state introdotte modifiche in tema di fondi immobiliari. È prevista, inoltre, una stretta sui fondi immobiliari «veicolo», circoscrivendo la vigilanza della Banca d'Italia e il regime fiscale solo ai fondi che gestiscono risparmio diffuso”* ⁴⁷.

Anche nella relazione illustrativa alla bozza di aggiornamento del d.m. 228 del 1999 ⁴⁸, nulla si dice in merito alla modifica in esame, salvo un accenno al fatto che *“Il regolamento di detti fondi, ai sensi di legge non [è, n.d.r.] più soggetto ad approvazione da parte della Banca d'Italia”* ⁴⁹.

In assenza di altre indicazioni, si dovrebbe quindi ritenere che le modifiche all'art. 37 t.u.f., trovano giustificazione nella volontà del Governo di imprimere una stretta all'uso improprio dei fondi immobiliari mediante limitazione ai soli fondi che gestiscono *risparmio diffuso* dei controlli della Banca d'Italia e del regime fiscale di favore.

è stata nuovamente modificata in occasione dell'attuazione della direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 c.d. *“UCITS IV”*. L'art. 1 del d.lgs. n. 47/2012 ha sostituito le parole: *“comma 7, e l'articolo 39, comma 3”* con le parole: *“39, comma 3, nonché, nel caso di strutture master feeder o di operazioni di fusioni, il capo III-bis e il capo III-ter”*. L'ulteriore intervento non modifica quanto introdotto dal decreto legge 78/2010, ma ne conferma e rafforza il dispositivo, estendendone la portata ai fondi comuni organizzati in strutture per le quali una pluralità di fondi (fondi *feeders*) investe in un unico fondo (*master*) per almeno l'ottantacinque per cento del patrimonio raccolto. In precedenza, tale struttura non veniva consentita in Italia.

⁴⁶ La relazione si limita ad indicare che *“la modifica all'articolo 37, comma 2, lettera b-bis), del t.u.f. prevede l'esclusione dalla vigilanza della Banca d'Italia dei fondi destinati ad investitori qualificati”* (nt. 9).

⁴⁷ Relazione della maggioranza al disegno di legge n. 2228, in Atto Senato n. 2228 - XVI Legislatura, in http://www.senato.it/leg/16/BGT/Schede_V3/ddliter/35500.htm.

⁴⁸ Documento per la consultazione pubblica messo a disposizione il 6 aprile 2011, (nt. 23).

⁴⁹ *6 aprile_DM_fondi_illustrazione_novità*, documento in formato .pdf messo a disposizione del Ministero dell'Economia e della Finanza, Dipartimento del Tesoro. *Commento all'articolo 15*, p. 3. Ci si riferisce all'art. 15, *fondi alternativi*, che nel testo proposto sostituivano i fondi riservati e speculativi, accorpandoli in un'unica categoria, (nt. 23).

Se così fosse, le modifiche introdotte risulterebbero sicuramente esorbitanti rispetto all'obiettivo perseguito, essendo non limitate ai fondi immobiliari, come indicato nella relazione al decreto legge, ma estese a tutte le categorie di fondi riservati e speculativi e, soprattutto, statuirebbero un regime di favore per i fondi comuni che gestiscono risparmio diffuso ⁵⁰, non solamente con riferimento al trattamento fiscale di vantaggio, ma anche rispetto ai controlli della Banca d'Italia, di cui i fondi riservati e speculativi vengono privati.

È ragionevole quindi supporre che le motivazioni indicate nella relazione al provvedimento siano in realtà riferite alle sole norme che riguardano direttamente il regime fiscale e non anche alla esclusioni segnalate. Esclusioni le cui motivazioni debbono conseguentemente ricercarsi altrove.

La lett. *b-bis*) co. 2 dell'articolo 37 t.u.f., fin dalla sua versione originaria prevede un regime in deroga alle norme "*prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia*", giustificata dalla "*qualità*" e dalla "*esperienza professionale degli investitori*".

Il d.m. 228 del 1999, in attuazione della delega prevista dal medesimo art. 37, identifica all'articolo 1, comma 1, lett. *b*) gli *investitori qualificati*, quali soggetti cui sono riconosciute tale caratteristiche, includendo in tale categoria; gli intermediari autorizzati, italiani ed esteri, (quali le banche, le società di gestione del risparmio ed i fondi pensione), le fondazioni bancarie (in virtù dello speciale regime previsto dal d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153) e in via residuale "*le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente*".

In base a ciò, l'art. 15 del medesimo decreto ministeriale 228 del 1999, consente alle società di gestione del risparmio di istituire "*fondi aperti e chiusi la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati*", per i quali "*possono essere fissati limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia*".

All'art. 16, è poi prevista la possibilità di istituire fondi *speculativi*, per i quali è possibile anche in questo caso derogare alle norme prudenziali emanate dalla Banca d'Italia, non destinati a specifiche categorie di

⁵⁰ Classificazione, come si è visto, di dubbia consistenza. (p. 5).

investitori ma aperti a qualunque soggetto purché sottoscrittore di un importo iniziale almeno superiore a 500.000,00 Euro ⁵¹.

A completare la disciplina, il Regolamento della Banca d'Italia approvato il 14 aprile 2005 ⁵², in sede di Premessa al capitolo I, del Titolo V, avente ad oggetto la definizione dei criteri generali del regolamento dei fondi comuni di investimento, precisa che per i fondi riservati e speculativi si tengono presenti “*le minori esigenze di eterotutela dei partecipanti a tali organismi e la circostanza che spesso i regolamenti di tali fondi sono modellati su specifiche esigenze rappresentate dai potenziali partecipanti*”.

Il t.u.f., la normativa secondaria ed i provvedimenti di attuazione dell'Autorità di Vigilanza, pongono quindi alla base dello speciale regime previsto per i fondi riservati e speculativi, la *specificità competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari* dei partecipanti, indispensabile per valutare le loro politiche di investimento più complesse e, soprattutto, più rischiose di quelle consentite alle altre tipologie di fondi comuni di investimento.

Competenza ed esperienza attribuita a determinate categorie di soggetti (gli investitori qualificati), ovvero implicita alla dimensione dell'investimento non inferiore ad una soglia quantitativa ritenuta adeguata ⁵³. Tali partecipanti sono ritenuti capaci di valutare caratteristiche e rischi degli investimenti proposti e non hanno quindi necessità della *eterotutela* dell'Autorità di Vigilanza.

È ragionevole affermare dunque, che l'ampliamento dell'area di norme primarie e secondarie non applicate ai fondi riservati e speculativi ha come finalità quella di estendere la sfera di *responsabilizzazione* dei soggetti che vi investono e, specularmente, di limitare l'intervento dell'autorità di Vigilanza sollevandola dagli oneri e dalle responsabilità della valutazione preventiva delle proposte di investimento.

⁵¹ Limite inizialmente previsto in €. 1.000.000,00 a cui si affiancava un numero massimo di sottoscrittori pari a 200 unità e l'obbligo di costituire una s.g.r. specializzata nella gestione esclusiva di tali categorie di Fondi.

⁵² Regolamento non più in vigore essendo stato integralmente sostituito dal nuovo regolamento, con provvedimento dell'8 maggio 2012. Il Regolamento è stato in parte modificato con provvedimento dell'8 maggio 2013. Entrambi in, http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/circ-reg.

⁵³ Ritenuta sufficiente per selezionare investitori con specifica competenza ed esperienza in materia finanziaria, come per altro successivamente previsto dalla direttiva 2004/39/CE del 24 aprile 2004 per i servizi di investimento (nt. 12).

L'Autorità di Vigilanza nel dar conto delle modifiche legislative, comunica alle Società di Gestione del Risparmio che le è stato *sottratto*⁵⁴, per i fondi in esame, il potere di approvarne i regolamenti e di rilasciare il nulla osta per le fusioni con altri organismi della stessa categoria.

Il termine utilizzato, che sembra voler configurare una qualche riserva rispetto alla scelta compiuta dal governo, appare in contraddizione con la costante collaborazione della Banca d'Italia nel processo di produzione della normativa primaria e secondaria⁵⁵ e, soprattutto, con l'assistenza prestata dall'Autorità di Vigilanza al Ministero dell'Economia e delle Finanze, tra l'altro, in materia di individuazione delle categorie di clienti con minor grado di tutela, come espressamente indicato nella Relazione al Parlamento e al Governo del 2011⁵⁶.

È difficile pensare quindi che una modifica di tale portata sia stata introdotta senza l'accordo della Banca d'Italia. Rileva, a tal proposito, il lungo e singolare iter applicativo della norma di legge. L'Autorità di Vigilanza infatti, pur in assenza di poteri formalmente attribuitegli, in un primo momento non dà esecuzione alle modifiche dell'art. 32 e successivamente, senza attendere l'aggiornamento del d.m. 228 del 1999 che, si è visto, poteva essere disposto nonostante l'abrogazione dell'obbligo previsto dal co. 2 del medesimo articolo⁵⁷, dispone l'avvio effettivo delle modifiche inviando la citata lettera circolare a tutte le società di gestione del risparmio, con la quale si comunica l'intervenuta efficacia delle modifiche anche in assenza dell'aggiornamento del decreto ministeriale che *“avrebbe dovuto chiarire, più in generale, il quadro normativo di riferimento anche per detti fondi”*⁵⁸.

⁵⁴ Lettera circolare alle s.g.r. della Banca d'Italia del 10 giugno 2011, avente ad oggetto: *Decreto legge 70 del 13.5.2011 (cd. “decreto sviluppo”). Evoluzione della disciplina in materia di approvazione dei regolamenti dei fondi riservati e speculativi* (par. 1, p. 1).

⁵⁵ Come dettagliatamente descritta nelle relazioni della Banca d'Italia al Parlamento e al Governo per gli anni 2011 e 2012.

⁵⁶ Relazione della Banca d'Italia al Parlamento e al Governo per l'anno 2011, p. 78: *“nel corso dell'anno l'impegno dell'Istituto si è dispiegato su numerosi fronti. Sono stati forniti pareri, commenti ed elementi di valutazione: sul decreto ministeriale che individua i “clienti professionali pubblici”, una categoria che sostanzialmente coincide con gli enti pubblici per i quali il t.u.f. prevede un minor grado di tutela nella prestazione di servizi d'investimento rispetto alla generalità della clientela”*.

⁵⁷ V. nt. 8.

⁵⁸ Lettera circolare alle s.g.r. della Banca d'Italia (nt. 54).

4.2. La revoca dei controlli preventivi sui fondi riservati e speculativi.

Come in precedenza segnalato, nella relazione illustrativa alla bozza dell'aggiornamento del d.m. 228 del 1999 ⁵⁹ si rimarcava, senza approfondire motivazione e finalità del provvedimento, che il regolamento dei fondi *alternativi* (nuova denominazione che sostituiva quella di fondi riservati e speculativi) non più soggetti all'approvazione della Banca d'Italia costituivano "*il perno su cui si fonda l'investimento consapevole e informato*", a conferma della dicotomia, creata dalla modifica legislativa, tra fondi i cui regolamenti vengono approvati dalla Banca d'Italia e fondi per i quali tale approvazione viene meno, restando confinati nell'esclusivo ambito dei rapporti tra società di gestione e partecipanti al fondo.

L'esclusione dell'approvazione preventiva dei regolamenti da parte della Banca d'Italia, che ad una prima lettura potrebbe apparire l'elemento più significativo delle modifiche apportate dal d.l. 78/2010 deve, peraltro, essere valutata tenendo conto dell'abbandono dei criteri generali di redazione del regolamento ⁶⁰, derivante dalla disapplicazione del co. 3 dell'art. 36 del t.u.f., che costituisce probabilmente l'innovazione più radicale.

Sebbene più sintetiche rispetto a quelle emanate per le altre categorie di fondi infatti, le istruzioni dettate dalla Banca d'Italia per la redazione dei regolamenti dei fondi riservati e speculativi ⁶¹ prevedevano un contenuto minimo dettagliato suddiviso in una parte generale per entrambe le tipologie di fondi ⁶² ed una parte specifica per i fondi

⁵⁹ *Commento art. 15*, cit., p. 3 (anche nt. 23).

⁶⁰ Abbandono sancito nel nuovo Regolamento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, che riscrive il regolamento 14 aprile 2005, ove è stato soppresso la Sezione relativa ai criteri generali di tali fondi (nt. 52).

⁶¹ Regolamento 14 aprile 2005, Titolo V, Cap. I, Sezione III (nt. 52).

⁶² Doveva essere indicato almeno: la denominazione e la durata del fondo; la s.g.r. promotrice, la s.g.r. gestore, se diversa dalla promotrice, e la banca depositaria nonché la ripartizione dei compiti tra tali soggetti; lo scopo, l'oggetto e la politica di investimento; l'individuazione degli organi competenti per la scelta degli investimenti e degli eventuali soggetti esterni di cui la s.g.r. si avvale per le scelte di investimento; i criteri di determinazione dei proventi e del risultato della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e di distribuzione dei medesimi; le spese a carico dei partecipanti, del fondo e della s.g.r.; i termini e le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote; la procedura per le modifiche regolamentari; le modalità di liquidazione del fondo; le modalità di pubblicità del valore delle quote; le forme di pubblicità dei prospetti contabili; l'obbligo di consegna del regolamento di gestione del fondo nell'ambito delle operazioni di sottoscrizione.

riservati ⁶³ e per quelli speculativi ⁶⁴.

Resta pur vero immutata la disciplina dettata dalla Banca d'Italia in materia di divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, contenuta nel Regolamento emanato con provvedimento dell'8 maggio 2012 ⁶⁵, ma ai fondi riservati e speculativi vengono consentite ampie deroghe agli obblighi imposti alle altre categorie di fondi.

Ai fondi riservati infatti è consentito di derogare ai limiti di concentrazione dei rischi ed ai limiti di investimento in parti di OICR ed in strumenti derivati, fermi restando i criteri generali di composizione del portafoglio (differenziati a secondo che si tratti di fondi riservati aperti, ovvero chiusi, mobiliari ed immobiliari) ed i divieti di carattere generale, quali il divieto di concedere prestiti (oltre quanto consentito per esigenze temporanee di riscatto delle quote), di investire in strumenti finanziari emessi dal gestore (ovvero dal promotore), di acquistare metalli preziosi, o di investire in beni, o titoli non quotati emessi dal gruppo.

Ai fondi speculativi sono consentite deroghe ancora maggiori, anche con riferimento alla composizione del portafoglio ed ai divieti di carattere generale, cosicché appare evidente che l'assenza dell'approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia, fa sì che il rispetto di criteri di investimento e della corretta utilizzazione delle deroghe venga rimesso alla esclusiva valutazione del gestore (e dell'eventuale promotore) del fondo e, come si vedrà, della banca depositaria.

La conferma che si è di fronte ad una revoca dei controlli di vigilanza è fornita dalla normativa europea sui fondi comuni che non può essere più applicata per i fondi riservati e speculativi a causa della mancata approvazione da parte della Banca d'Italia dei regolamenti.

⁶³ Per tali fondi il regolamento doveva inoltre prevedere: i limiti agli investimenti che la s.g.r. adotta nella gestione del fondo, in deroga a quelli previsti in via generale; le categorie di investitori cui il fondo è rivolto; che le quote non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi di cui all'art. 1, co. 5, lett. *d*), del t.u.f., a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo.

⁶⁴ Per i fondi speculativi era previsto che nella denominazione del fondo fosse incluso il termine "speculativo" e che nel regolamento fosse evidenziata la rischiosità dell'investimento, la deroga ai divieti ed alle norme prudenziali di contenimento del rischio ed ulteriori elementi informativi volti ad evidenziare l'assunzione di particolari ed elevati rischi.

⁶⁵ La disciplina è contenuta del Titolo V, Capitolo III, sezioni VI e VII, dedicate rispettivamente ai fondi riservati ed ai fondi speculativi (nt. 54).

L'art. 5, par. 2, della Direttiva 65/2009/CE c.d. "UCITS IV", considera infatti autorizzato un fondo comune solo se il regolamento del fondo e la scelta del depositario sono autorizzati dalle autorità competente del suo stato membro di origine.

Il regolamento del fondo non è più approvato e quanto alla scelta del depositario (in Italia possono essere solo le banche autorizzate in via generale ad assumere l'incarico di banca depositaria dei fondi comuni di investimento) è dubbio che l'autorizzazione concessa dalla Banca d'Italia in via generale ai sensi del cap. 6, del titolo V, della Circolare n. 263, del 27 dicembre 2006 (in vigore dal 13 maggio 2012, ma che conferma l'analoga disciplina da tempo stabilita in materia di patrimonio minimo obbligatorio e requisiti di struttura e organizzazione), possa considerarsi quale approvazione della scelta da parte del singolo OICR, come richiesto dalla Direttiva.

In proposito infatti, il par. 2 della Comunicazione della Banca d'Italia del 10 giugno 2011 ⁶⁶ richiede alle s.g.r. la sola conferma, in sede di delibera del consiglio di amministrazione, di approvazione del regolamento del fondo riservato/speculativo, che la società abbia *"accertato che la banca depositaria è abilitata dalla Banca d'Italia ad assumere l'incarico"*. Si tratta di un accertamento relativo alla sola abilitazione generale ad assumere incarichi di banca depositaria, dal momento che contrariamente alle altre categorie di fondi comuni di investimento, non è richiesto l'invio della lettera di conferma e accettazione dell'incarico relativo al fondo oggetto di istituzione.

Esclusi dalla c.d. "armonizzazione", questi fondi non potranno più usufruire del c.d. "passaporto europeo" e quindi essere commercializzati al di fuori dell'Italia.

Va tenuto presente, peraltro, che i fondi speculativi, ancor prima della modifica in esame non potevano essere ritenuti conformi alle Direttive UCITS e la loro commercializzazione al di fuori dell'Italia non usufruiva degli automatismi del passaporto europeo ⁶⁷.

Diverso era il regime dei fondi riservati, in quanto la conformità alle direttive doveva essere valutata caso per caso, tenendo conto della politica di gestione e delle deroghe effettivamente adottate nel regolamento.

⁶⁶ Lettera circolare alle s.g.r., cit., par. 2 (nt. 59).

⁶⁷ Con l'attuazione in Italia della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi alternativi, la normativa subirà radicali mutamenti. Cfr. par. 5.

Ben poteva quindi un fondo riservato agli investitori qualificati essere classificato come *armonizzato* ed essere commercializzato al di fuori dell'Italia, come vari sono i casi di fondi riservati ad investitori istituzionali di diritto comunitario, commercializzati in Italia.

Esclusa l'approvazione del regolamento, i controlli che residuano sono effettuati solo a posteriori, sulla base di segnalazioni statistiche periodiche inviate dalle società di gestione ⁶⁸ e che per essere concretamente effettuati e non essere limitati ad aspetti esclusivamente formali, dovrebbero trovare riscontro con il regolamento del fondo, il cui invio alla Banca d'Italia, pur se richiesto entro 10 giorni dalla sua approvazione, "*non determina l'avvio di un procedimento amministrativo*" ⁶⁹, non essendo da questa approvato.

Se quanto indicato nelle segnalazioni statistiche periodiche non risulta in contraddizione con le clausole del regolamento, non preventivamente verificate, non vi potrà essere alcuna eccezione da parte della Autorità di Vigilanza, anche tenuto conto "*che spesso i regolamenti di tali fondi sono modellati su specifiche esigenze rappresentate dai potenziali partecipanti*" ⁷⁰.

Nasce così una nuova categoria di fondi comuni di investimento "*non autorizzati*" e non soggetti a controlli di Vigilanza preventivi, per i quali la tutela dei partecipanti è interamente affidata alla loro capacità di valutare gli investimenti proposti e di tutelare i propri interessi nella regolazione dei rapporti con il gestore del fondo, il quale redige il regolamento nella più ampia autonomia.

A questo si aggiunge, la capacità di verificare il rispetto del requisito della pluralità dei partecipanti, pena la perdita del tassazione favorevole, propria dei fondi comuni ⁷¹.

⁶⁸ *Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio* di cui alla circolare n. 189 del 21 ottobre 1993 della Banca d'Italia, che prevede l'invio periodico per ciascun fondo di dati patrimoniali, della composizione del portafoglio nonché altre informazioni sulle quali i controlli sono esercitati solo a posteriori. In http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/circ-reg/stat_oicr/Circolare_189_testo_integrale.pdf.

⁶⁹ Lettera circolare s.g.r., cit.. Le SGR dovranno inviare entro il mese di dicembre di ciascun anno "*un piano recante le tipologie di fondi che intendono istituire per l'anno successivo*". Cfr. titolo V, capitolo IV, sez.II, par. 15 del Regolamento 8 maggio 2012 (nt. 52).

⁷⁰ Premessa al capitolo I, del Titolo V, del Regolamento della Banca d'Italia approvato il 14 aprile 2005.

⁷¹ Cfr. circolare 137/E del 4.10.2005 dell'Agenzia delle Entrate, p. 5.

4.3. Effetti della revoca.

I controlli di vigilanza però, perseguono obiettivi di tutela generale del mercato, tra i quali la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, la tutela degli investitori e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria ⁷² e lascia perplessi, nonostante l'evidente favore della Banca d'Italia, che da essi possano venir esclusi dei soggetti di mercato sulla base di una presunta capacità di autotutela.

Per un effetto traslativo affatto peculiare, i controlli preventivi sui fondi di riservati e speculativi vengono meno, non per le caratteristiche degli strumenti finanziari ⁷³ che all'opposto, considerati gli investimenti ad elevato rischio tipici di tali fondi, richiederebbe un loro rafforzamento, bensì per la natura dei destinatari costituiti dalla categoria degli *investitori qualificati e istituzionali* in grado di fare a meno dell'Autorità di Vigilanza.

Si impone quindi una riflessione circa la scelta compiuta con i d.l. del 2010 e del 2011 che riguarda, da un lato l'applicazione della norma in assenza di aggiornamenti del d.m. 228 del 1999 e dall'altro, in un'ottica più generale, la scelta stessa di graduare il regime dei controlli in funzione del tradizionale *bisogno di protezione*. Soluzione che appare messa in discussione dalle nuove teorie sulle scelte dei risparmiatori e, soprattutto, dalla crisi dei mercati finanziari originata da strumenti finanziari specificatamente destinati agli impieghi degli investitori sofisticati.

Con riferimento all'attuale applicazione della norma, si è anticipato che l'articolo 1, comma 1, lettera h), del d.m. 228 del 1999, prevede una categoria residuale di soggetti costituita da *“persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari”*, la quale amplia di molto la platea dei potenziali sottoscrittori, affidando ad una mera dichiarazione rilasciata dall'interessato, l'attestazione della propria competenza in materia finanziaria, sollevando da ogni ulteriore accertamento e soprattutto da ogni responsabilità, l'intermediario ricevente ⁷⁴.

⁷² Art. 5, co. 1, t.u.f.

⁷³ Tali sono definite le quote dei fondi comuni di investimento dall'art. 1, co. 2, lett. c), t.u.f.

⁷⁴ Come confermato dalla Suprema Corte di Cassazione (Cass., 26 maggio 2009, n. 12138) con riferimento all'art. 13 del Regolamento Consob 1991/5387, il quale classificava quali *operatori qualificati*, tra gli altri, *“ogni società o persona giuridica in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari”*.

Come l'applicazione pratica della norma ha dimostrato nel corso degli anni, la dichiarazione rilasciata dall'interessato si è prestata a dubbie utilizzazioni a causa delle forme di *marketing* aggressivo nel settore dei servizi finanziari e di investimento ed è ragionevole supporre che il chiarimento del quadro normativo di riferimento demandato all'aggiornamento d.m. 228 del 1999, avesse dovuto avere per oggetto una revisione, in particolare, della categoria residuale degli investitori qualificati, oltre che probabilmente una maggiore articolazione della soglia quantitativa di sottoscrizione dei fondi speculativi.

La bozza di decreto messa in pubblica consultazione ⁷⁵ fornisce una chiara indicazione di quale sarebbe dovuto essere il completamento della normativa per quanto riguarda i soggetti destinatari dei fondi riservati e speculativi complessivamente nuovamente denominati "fondi alternativi", in ossequio alla Direttiva 2011/61/UE⁷⁶.

La nuova lett. *b*), co. 1, art. 1, della bozza del decreto, mutuando la terminologia e la normativa comunitaria adottata dalla Direttiva 2004/39/CE, individuava la nuova categoria degli *investitori professionali*; costituita dai clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici nonché da coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, secondo quanto previsto dal regolamento Consob sugli Intermediari ⁷⁷, emanato ai sensi dall'art. 6, co. 2-*quinquies* e 2-*sexies*, del t.u.f.

La categoria residuale dei clienti che, su richiesta, possono essere trattati come professionali, secondo quanto previsto dal regolamento della Consob (che, per altro, si limita a riprodurre quanto indicato all'allegato II della Direttiva 2004/39/CE), è definita secondo criteri oggettivi ⁷⁸ e le

espressamente dichiarata per iscritto nel contratto", formula ripresa quasi integralmente nel successivo decreto del Ministro del tesoro del 1999 con riferimento agli *investitori qualificati*.

⁷⁵ Nt. 23.

⁷⁶ Nt. 28.

⁷⁷ Adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche.

⁷⁸ Secondo quanto previsto all'all. 3, sez. II. 1, del Regolamento Consob, in <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm> debbono infatti essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri: - il cliente deve aver effettuato "operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti"; - "il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, deve superare 500.000 EUR"; - il cliente deve lavorare o aver lavorato "nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti".

procedure di accertamento attribuiscono precise responsabilità all'intermediario ⁷⁹.

Secondo il nuovo art. 15, della bozza del decreto, la partecipazione ai nuovi *Fondi alternativi* veniva quindi riservata agli *investitori professionali*, ovvero agli investitori non professionali a condizione che la quota iniziale di partecipazione di questi ultimi fosse di importo non inferiore a 250.000,00 Euro.

Il mancato aggiornamento della normativa secondaria alle modifiche di legge, ha come immediato e tutt'altro che trascurabile effetto, di mantenere l'ampiezza dell'area dei potenziali sottoscrittori di tali fondi. Ad essi oggi possono aderire anche soggetti per i quali forse l'etero tutela può essere ancora necessaria.

L'adeguamento della normativa, che sarà prima o poi realizzato, non dissipa, per altro, i dubbi sulla scelta stessa di revocare i controlli di vigilanza sui fondi riservati e speculativi, data la loro rilevanza non solamente per la tutela dei partecipanti, ma anche e soprattutto per il settore dei fondi comuni di investimento ed in ultima analisi del mercato finanziario.

5. I regime dei controlli sui fondi comuni di investimento.

Fin dalla loro istituzione con la l. 23 marzo 1983, n. 77, la Banca d'Italia ha approvato il regolamento dei fondi comuni e le sue modificazioni, valutandone anche la compatibilità rispetto ai criteri generali da essa stessa predeterminati ⁸⁰.

Alla Banca d'Italia sono stati affidati compiti che nel tempo sono rimasti immutati; la determinazione dei criteri generali di redazione del regolamento del fondo e la sua approvazione unitamente alle sue successive modifiche proposte dalla società di gestione.

I primi commentatori hanno posto in evidenza come l'art. 7, (Vigilanza) avesse come scopo quello di definire il quadro normativo in cui si collocava, ed ancora oggi si colloca, il "*controllo pubblicistico sulle*

⁷⁹ È previsto all'all. 3, sez. II. P. 2, del Regolamento Consob, infatti che le imprese di investimento prima di accettare le richieste del cliente sono "*tenute a prendere tutte le misure ragionevoli possibili per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti*" richiesti.

⁸⁰ L. 23 marzo 1983, n. 77, art. 7, co. 3, lett. b).

società di gestione e sui fondi comuni di investimento"⁸¹. Si evidenziava anche che *"sul piano più strettamente giuridico, l'opzione operata dalla legge sembra dimostrare l'esistenza di una sostanziale analogia fra l'interesse pubblico tutelato dal legislatore del 1983 e quello tutelato dal legislatore del 1936-1947: l'interesse, cioè, ad assicurare un'efficace protezione del risparmio raccolto fra il pubblico"*⁸².

Come è noto, l'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia costituisce l'atto finale del procedimento per l'istituzione ed autorizzazione del fondo, avviato con la sua iniziale approvazione da parte del consiglio di amministrazione della società di gestione (originariamente l'Assemblea dei soci)⁸³.

*"Se quindi da un lato le norme del regolamento costituiscono indubbiamente l'espressione dell'autonomia decisionale riconosciuta alla società di gestione, è altrettanto indubbio che sono tutta l'organizzazione del fondo comune e tutte le modalità di esplicazione dell'attività del medesimo ad essere soggetto all'intervento facoltizzante della Banca d'Italia"*⁸⁴.

Quanto alla natura del provvedimento della Banca d'Italia, per il commentatore dell'epoca, non si ponevano particolari questioni interpretative essendo pacifico l'inquadramento dell'intervento dell'Autorità di Vigilanza nell'ambito dell'ordinamento sezionale del credito in ossequio alla teoria degli ordinamenti sezionali. Attività quindi destinata a produrre effetti rilevanti solo nei rapporti fra autorità di controllo e soggetti controllati. I controlli venivano quindi configurati quali atti amministrativi aventi valore prescrittivo solo per i direttivi interessati essendo analogamente attribuito il carattere di norme interne ai criteri generali di redazione dei regolamenti, come normalmente in uso nel settore bancario, essendo esclusiva degli intermediari la responsabilità del corretto esplicarsi dell'attività nei confronti dei sottoscrittori.

In caso di violazioni l'intermediario avrebbe dovuto rispondere all'Autorità di Vigilanza per il mancato adempimento delle disposizioni

⁸¹ TRAVERSA, *Commento all'articolo 7 della legge 77/83* in *Nuove leggi civ.*, 1984, p. 447.

⁸² TRAVERSA, *Commento*, cit., p. 448.

⁸³ L'art. 2 della l. 77/83, prevedeva che fosse l'assemblea ordinaria della società di gestione ad approvare l'istituzione del fondo ed il suo regolamento. L'art. 214, co. 2, lett. d) t.u.f. abroga larga parte della legge, ivi compreso l'art. 2, e la competenza viene trasferita al consiglio di amministrazione a seguito delle istruzioni della Banca d'Italia, dal momento che il decreto legislativo non indica l'organo competente, ma solo che il fondo è gestito dalla società di gestione.

⁸⁴ TRAVERSA, *Commento*, cit., p. 460.

e ai sottoscrittori in caso di danni a loro arrecati (sia per responsabilità diretta, che indiretta per danni derivanti ad esempio dalla inadeguatezza della propria struttura).

Come è noto la teoria dell'ordinamento sezionale è stata formulata dal Giannini con riferimento al settore creditizio⁸⁵ derivandola dalla teoria della pluralità degli ordinamenti giuridici di Santi Romano⁸⁶.

Degli elementi tipici ricorrenti negli ordinamenti giuridici individuati al Santi Romano, quello della *normazione* scaturisce da un insieme di atti dello Stato e delle autorità pubbliche di settore, avendo quest'ultimi valore normativo all'interno dell'ordinamento sezionale e valore amministrativo nell'ordinamento generale.

Il Giannini individuava, nella prima formulazione della teoria, la funzionalizzazione giuridica (l'ottimizzazione della distribuzione del credito veniva assunto tra i fini statali) dell'attività creditizie quale uno dei tratti salienti dell'ordinamento creditizio delineato dalla legge bancaria del 1936.

Alle critiche avanzate successivamente, in particolare con l'avvento della Costituzione repubblicana, che escludevano che ancora si potesse attribuire alla banca un carattere di impresa-funzione, si opponeva che funzionalizzazione dell'impresa e ordinamento sezionale non necessariamente coincidevano e che si potevano avere ordinamenti sezionali anche quando i soggetti dell'ordinamento fossero accomunati solo dallo svolgimento della stessa attività economica.

Altre critiche degli oppositori e conferme dei sostenitori della teoria dell'ordinamento sezionale del settore del credito sono state formulate nel corso degli anni, ma occorre rilevare che anche se si volesse ammettere il perdurare di un ordinamento sezionale nel settore del credito esso è divenuto morfologicamente molto diverso da quello inizialmente ipotizzato, basato esclusivamente su di una categoria di soggetti agevolmente identificabili mediante iscrizione all'albo atto di ingresso nell'ordinamento medesimo.

⁸⁵ GIANNINI, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di S. Romano*, vol. III, Padova, 1939, e ancora , *Id*, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, 1949, p. 105.

⁸⁶ SANTI ROMANO, *L'ordinamento giuridico*, Firenze, 1946; *Id*, *Corso di diritto costituzionale*, Padova 1943. Per una ricostruzione sistematica e più recente, vedi anche AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, p. 67 ss.

Volgendo poi l'attenzione all'ampliamento dei compiti attribuiti alle autorità di settore, in particolar modo alla Banca d'Italia, sia in termini di estensione delle deleghe normative che di soggetti vigilati, è opportuno osservare come molte delle disposizioni dell'autorità, anche se hanno per destinatari diretti le banche e gli intermediari finanziari, indirettamente incidono sulla generalità degli utenti dei servizi.

D'altra parte, *“l'oggetto della regolamentazione è sempre più vicino agli interessi della generalità dei soggetti che usufruiscono dei servizi.*

*Una cosa è dettare norme sulla stabilità patrimoniale, il contenimento dei rischi, o gli assetti organizzativi, la cui incidenza sugli interessi dell'utente è del tutto indiretta ed eventuale [...], un'altra è emanare norme che condizionano lo svolgimento dei rapporti contrattuali con la clientela”*⁸⁷, come i criteri generali per la redazione dei regolamenti dei fondi comuni di investimento.

Quindi, anche se il destinatario del provvedimento è l'intermediario, il condizionamento dei rapporti con i sottoscrittori che ne deriva è tale da annullare la separazione tra questo e la generalità dei soggetti.

Stabilire che la Banca d'Italia possa prescrivere che i regolamenti dei fondi abbiano un contenuto tipico determinato ed attribuirgli il potere di verificare la rispondenza ad esso dei regolamenti approvati dall'intermediario, vuol dire che si è oltre l'ordinamento sezionale, qualunque sia la configurazione che gli si voglia attribuire, dal momento che i destinatari sono la generalità dei partecipanti, o dei potenziali partecipanti, ai fondi.

*“In simili ipotesi siamo quindi fuori, o comunque oltre, l'ordinamento sezionale: la norma secondaria non è più diretta soltanto ai soggetti dell'ordinamento particolare ma anche ad una generalità, più o meno ampia, di individui ed acquista quindi un carattere sostanzialmente regolamentare”*⁸⁸.

Se, inoltre, potrebbe risultare complesso distinguere tra atti amministrativi generali e atti regolamentari dell'autorità di vigilanza in mancanza di una forma a loro riservata (come per il caso dei regolamenti governativi dopo la l. 400/88), il dato formale della pubblicazione, ritenuto essenziale dalla dottrina, è ormai sistematicamente accolto dal legislatore.

⁸⁷ GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, 1996, 41, p. 16.

⁸⁸ GALANTI, *Norme*, cit., p. 16.

re che all'art. 8, co. 2 del t.u.b.⁸⁹ e all'art. 3, co. 3, del t.u.f.⁹⁰, prescrive che i regolamenti ed i provvedimenti di carattere generale della Banca d'Italia sono pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale.

Gli atti della Banca d'Italia possono quindi dispiegare i loro effetti nei confronti di una pluralità indeterminata di soggetti che usufruiscono dei servizi prestati dai soggetti vigilati e nel caso in esame, attraverso l'imposizione di criteri cui debbono conformarsi i regolamenti, nei confronti dei partecipanti ai fondi comuni di investimento regolandone il rapporto contrattuale con il gestore, che risponde secondo le regole della responsabilità del mandatario⁹¹ e la banca depositaria che risponde di ogni pregiudizio in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi⁹².

6. La tutela dei risparmiatori.

Approvando il regolamento dei fondi comuni di investimento, avendone verificato la loro conformità ai criteri generali di redazione, la Banca d'Italia agisce con lo specifico obiettivo di assicurare la tutela dei risparmiatori (partecipanti al fondo) come previsto per i servizi finanziari e la gestione collettiva del risparmio, dall'art. 5, co. 1, lett. b), del t.u.f. e originariamente dall'art. 47, della Costituzione che tutela ed incoraggia il risparmio *“anche se ha natura partecipativa, come ad es. nelle intermediazioni di gestione mobiliare del tipo fondo comune”*⁹³.

Consequente all'azione del controllore pubblico è l'*affidamento del risparmiatore* sul suo operato. L'esistenza dei controlli costituisce anche un incentivo per lo sviluppo dei mercati. Nel caso dei fondi comuni, è stato (ed è) un rilevante incentivo allo sviluppo della gestione collettiva del risparmio.

⁸⁹ Art. 8, co. 2, ult. per., t.u.b.: *“I provvedimenti di carattere generale della Banca d'Italia sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana quando le disposizioni in essi contenute sono destinate anche a soggetti diversi da quelli sottoposti a vigilanza”*.

⁹⁰ Art. 3, co. 3, t.u.f. *“I regolamenti e i provvedimenti di carattere generale della Banca d'Italia e della Consob sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale. Gli altri provvedimenti rilevanti relativi ai soggetti sottoposti a vigilanza sono pubblicati dalla Banca d'Italia e dalla Consob nei rispettivi Bollettini”*.

⁹¹ Art. 36, co. 5, t.u.f.

⁹² Art. 38, co. 2, t.u.f. e art. 24 Direttiva 2009/65/CE, c.d. *“UCITS IV”*. Cfr *supra* nt. 11.

⁹³ VISENTINI, *Credito e risparmio*, in *Enc. giur.*, X, Roma 1988, p. 3.

Il risparmiatore è infatti portato a ritenere che il regolamento del fondo comune nel quale investirà i propri risparmi, avendo ricevuto il nulla osta (autorizzazione) della Banca d'Italia, è *corretto* e che quindi la sua decisione di investire si fonda su un contratto *adeguato ed esaustivo* e che tutela i suoi diritti ⁹⁴.

Si può quindi ben affermare che il ruolo dell'Autorità di Vigilanza nel sistema dei fondi comuni è centrale, in quanto organo dotato di adeguate competenze tecniche e giuridiche, a cui i risparmiatori si affidano per la tutela dei loro risparmi. La sua rilevanza inoltre, appare ancora più consistente di quella delle Autorità di Vigilanza degli altri settori finanziari, fatto salvo il settore bancario da cui, non a caso, i fondi comuni di investimento promanano, sia sul piano nazionale, che comunitario.

Tutela del risparmiatore dovuta, come si è visto, dall'Autorità di Vigilanza e nei confronti della quale il risparmiatore, non soggetto ai poteri di tale Autorità, ha una posizione diversa rispetto ai soggetti sottoposti alla vigilanza, come specificato dalla Suprema Corte di Cassazione (da ultimo, Cass., 29 luglio 2005, n. 15916).

Le Sezioni Unite, concludendo un lungo e complesso percorso interpretativo iniziato con l'emanazione del d.lgs. 31 marzo 1998, n. 80⁹⁵, nel pronunciarsi in merito all'istanza di regolamento preventivo di giurisdizione presentato dalla Consob, con ordinanza 15916 del 29 luglio 2005⁹⁶

⁹⁴ In un recente studio su risparmio e responsabilità dell'Autorità di Vigilanza, si attribuisce all'intervento della Consob nel procedimento di deposito del prospetto, il tipo di aspettativa che si è evidenziato con riferimento all'intervento della Banca d'Italia nel procedimento di istituzione del fondo e approvazione del regolamento: PECCHIOI, *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2007. A ben vedere, il controllo della Banca d'Italia sui regolamenti dei fondi comuni è ben più incisivo di quello della Consob sui prospetti. Quest'ultimo infatti ha come obiettivo la verifica della veridicità ed esaustività delle informazioni fornite dall'emittente, ma non entra nella valutazione dell'investimento proposto, se non per evidenziarne i rischi espliciti ed impliciti. Il controllo della Banca d'Italia invece, oltre ad accertare che siano indicate tutte le informazioni necessarie al risparmiatore, compie anche una valutazione dell'investimento proposto, attraverso la verifica della rispondenza del singolo regolamento alle linee guida fornite dalla Banca d'Italia stessa.

⁹⁵ Che all'art. 33, co. 1, stabiliva la devoluzione al giudice amministrativo di *"tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti al credito, alla vigilanza sulle assicurazioni, al mercato mobiliare"*.

⁹⁶ Per una descrizione dettagliata del caso e dell'evoluzione legislativa e giurisprudenziale in materia di ripartizione della giurisdizione tra giudice ordinario e amministrativo e conseguente responsabilità delle autorità di vigilanza si rinvia a PECCHIOI, *Incoraggiamento*, cit., p. 114 ss.

specificano come la posizione dei risparmiatori nei confronti dell'autorità di vigilanza si conforma quale diritto soggettivo e non interesse legittimo.

Rileva la Suprema Corte: *“la vigilanza sul mercato mobiliare si esplica mediante l'esercizio di una serie di ‘poteri’ nei confronti dei ‘soggetti abilitati’, diretti ad assicurare che i loro comportamenti siano ‘trasparenti e corretti’ e che la loro gestione sia ‘sana e prudente (art. 5 e 91, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). La posizione di tali soggetti, rispetto all'autorità di vigilanza, si puntualizza in situazioni soggettive correlate all'esercizio dei poteri di vigilanza che si configurano in linea di massima come ‘interessi legittimi’ (Cass. SS. UU. 2 maggio 2003, n. 6719). Diversa è la posizione dei risparmiatori. Su di essi l'Autorità di vigilanza non esercita, infatti, alcun ‘potere’ poiché si tratta di soggetti che tale Autorità è invece tenuta a tutelare (artt. 5 e 91, d.lgs. n. 58/1998). La posizione dei risparmiatori nei confronti dell'Autorità di vigilanza assume conseguentemente la consistenza di un diritto soggettivo (Cass. 6719, cit.); diritto che, non essendo collegato ad alcuna relazione di potere con la pubblica amministrazione, in caso di violazione deve essere tutelato innanzi al giudice ordinario”*.

Quindi, la tutela che il risparmiatore deve ricevere dall'Autorità di Vigilanza costituisce un diritto soggettivo del risparmiatore e la sua carenza, o mancanza può essere risarcita in quanto strumento di tutela che l'ordinamento offre ai soggetti che pur non essendo formalmente destinatari dell'attività dell'Autorità, risultano tuttavia da essa danneggiati.

Considerato che i controlli di vigilanza sui fondi comuni di investimento hanno ad oggetto il rapporto contrattuale che si instaura tra i partecipanti al fondo, il gestore e la banca depositaria, è evidente che la loro incidenza supera la semplice verifica della trasparenza dell'informazione, come nel caso dei controlli esercitati dalla Consob ed in generale per i controlli previsti per i servizi finanziari, per costituire il perno dell'affidamento dei risparmiatori nei confronti dei fondi comuni di investimento.

Non si tratta solamente di verificare che le informazioni fornite dall'intermediario al sottoscrittore siano veritiere ed esaustive, ma che il contratto che il risparmiatore sottoscriverà con l'intermediario sia rispondente alle norme di legge e di regolamento (dettate dalla stessa Banca d'Italia nell'interesse del partecipante) e che quindi salvaguardi in prima luogo gli aderenti al fondo.

La posizione della Banca d'Italia nei confronti dei risparmiatori, assume quindi un rilievo anche maggiore di quello attribuito alla Consob

dalla Suprema Corte di Cassazione ed il diritto e le relative tutele che ne derivano costituiscono l'architrave del sistema dei fondi comuni di investimento, riconosciuto come tale, si è visto, anche dalla legislazione europea.

7. La graduazione della tutela.

Con le modifiche apportate dal d.l. 78 del 2010, per i partecipanti ai fondi riservati e speculativi viene ridotta la tutela dell'Autorità di Vigilanza, in ragione del minor bisogno di protezione della speciale categoria di risparmiatori destinatari oggi *investitori qualificati* e, domani, *investitori professionali*.

Si è visto che i controlli esercitati dalla Banca d'Italia sui fondi comuni di investimento non sono limitati alla verifica della trasparenza ma investono i rapporti contrattuali tra partecipanti, gestore e banca depositaria, quindi la revoca dei controlli preventivi comporta l'affidamento della tutela dei partecipanti alle sole regole del mercato ed al diritto comune dei contratti. Specularmente, l'Autorità di Vigilanza viene sollevata dall'obbligo e dalla responsabilità di esercitare una funzione che, si è visto, costituisce un diritto soggettivo dei destinatari e come tale risarcibile.

La scelta compiuta dal legislatore e, come si è visto, dalla stessa Autorità di Vigilanza, si inquadra nel solco della tradizionale teoria economica che individua nell'asimmetria informativa una delle ragioni del c.d. *fallimento del mercato*, individuando negli obblighi di trasparenza imposti agli intermediari la via per un suo riequilibrio.

La legislazione nazionale e comunitaria hanno da tempo introdotto molteplici meccanismi per ridurre lo sbilanciamento delle posizioni, tutelando la parte debole del rapporto (il cliente). Una serie di regole di condotta in grado di condizionare l'azione del contraente forte (l'intermediario) sono state introdotte nella legislazione dei mercati e dei servizi finanziari ⁹⁷, regolandone intensità ed ampiezza in ragione di una graduazione della clientela fondata sull'effettivo *bisogno di protezione* ⁹⁸.

⁹⁷ A partire dagli anni '70 del Novecento, fino al t.u.f. attualmente in vigore.

⁹⁸ Il *need of protection* della normativa statunitense da cui la legislazione nazionale ed europea ha preso le mosse.

Non tutti i clienti sono uguali ed a fronte di adeguate competenze in materia di mercati e prodotti finanziari è possibile ridurre il carico di obblighi e di regole di condotta posti a carico degli intermediari riducendo costi e snellendo operatività a tutto vantaggio dei medesimi clienti *competenti* ⁹⁹.

Nei rapporti tra intermediari e clienti in grado di selezionare un *investimento consapevole e informato* ¹⁰⁰ ci si affida quindi alle regole di mercato “secondo una scelta normativa che tradizionalmente considera non efficiente estendere le disposizioni a situazioni connotate dalla esclusiva presenza di investitori professionali come tali capaci di “caval-sela da soli” all’interno delle dinamiche negoziali destinate a esaurirsi tra le parti del contratto” ¹⁰¹.

La revoca dei controlli preventivi sui fondi riservati e speculativi porta alle estreme conseguenze la tradizione normativa propria dei mercati e dei servizi finanziari. Non si procede più ad una riduzione degli obblighi di trasparenza ed *compliance*, ma si elimina alla radice un meccanismo di incidenza diretta della vigilanza sul contratto (il regolamento del fondo) lasciando alle parti contraenti il compito di regolare i loro rapporti come reputano reciprocamente conveniente, affidando “al solo interesse egoistico degli intermediari il buon funzionamento del mercato” ed alla “vigilanza della controparte” la valutazione dell’accordo ¹⁰².

Si solleva così l’Autorità di Vigilanza dall’esercizio della propria funzione per prodotti che, come si è visto, si ritengono presentare minori esigenze di tutela dei partecipanti i cui regolamenti sono spesso “modellati su specifiche esigenze rappresentate dai potenziali partecipanti” ¹⁰³.

Se i regolamenti di tali fondi sono modellati per venire incontro alla volontà di potenziali clienti in grado di valutare l’investimento e condizionare l’offerta dell’intermediario, allora non vi è ragione di intervento da parte dell’Autorità di Vigilanza. Le parti sono in grado di assumere decisioni senza necessità di tutela.

⁹⁹ Per un approfondimento si rinvia a MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell’attività*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 568.

¹⁰⁰ Così si esprimeva il documento del Ministero dell’Economia e delle Finanze. V. sopra, nt. 15.

¹⁰¹ PERRONE, *Mercato all’ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 522.

¹⁰² PERRONE, *Mercato*, cit., p. 526.

¹⁰³ Regolamento della Banca d’Italia approvato il 14 aprile 2005, Premessa al capitolo I, del Titolo V. *supra*, nt. 12.

8. La crisi dei mercati ed i limiti del modello basato sulla trasparenza.

La crisi che a partire dalla metà del 2007 ha investito dapprima il settore finanziario e poi l'intera economia mondiale e che non sembra ancora essere superata, ha messo però in discussione il sistema dei controlli prevalentemente affidato all'interesse degli intermediari per il buon funzionamento del mercato visto che *“Pur nella diversità di opinioni sulla cause remote, per diffuso consenso la recente crisi finanziaria costituisce l'esito di una eccessiva assunzione di rischio da parte degli intermediari”*¹⁰⁴.

Per quanto riguarda le cause prossime invece, la crisi finanziaria ha dimostrato un ulteriore fattore. Infatti, *“i prodotti finanziari identificati come fonte del rischio assunto in maniera eccessiva [...] (in particolare, i CDO collateralized debt obligations ed i credit derivatives) sono stati collocati e negoziati al di fuori della disciplina speciale di protezione approntata dal diritto speciale dei mercati finanziari, secondo la scelta normativa che tradizionalmente considera non efficiente estenderne le disposizioni a situazioni connotate dalla esclusiva presenza di investitori professionali, come tali capaci di cavarcela da soli all'interno di dinamiche negoziali destinate ad esaurirsi tra le parti del contratto”*¹⁰⁵.

Cosicché la capacità degli investitori professionali di far valere i propri interessi nei confronti degli intermediari (e del mercato) si è rivelata irrealistica¹⁰⁶, a conferma di quanto sostenuto dai noti studi di economia del comportamento¹⁰⁷, che anche questi sono esposti ai limiti cognitivi nelle scelte finanziarie ed ai *“pervasivi conflitti di interesse che hanno caratterizzato le politiche gestionali degli intermediari”*¹⁰⁸, tra le quali spiccano quelle perseguite dai fondi con caratteristiche speculative.

Si è quindi pervenuti alle prime riflessioni dell'organismo internazionale di coordinamento tra le autorità di controllo (Io IOSCO) che

¹⁰⁴ PERRONE, *Mercato*, cit., p. 523.

¹⁰⁵ PERRONE, *Mercato*, cit., p. 524.

¹⁰⁶ *“La vigilanza della controparte contrattuale è un pilastro centrale dell'equilibrio dei nostri mercati finanziari. Se viene meno, come è accaduto quest'anno, è minata la stabilità del mercato”*: GREENSPAN, *Testimony*, in *Committee of Government Oversight and Reform, The financial Crisis and the Role of Federal Regulators*, Washington, October 23, 2008 (citata in PERRONE, *Mercato*, cit., p. 526).

¹⁰⁷ KAHNEMAN, SLOVIC, TVESKY, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, 1982, cit. in PERRONE, *Mercato*, cit., p. 529.

¹⁰⁸ PERRONE, *Mercato*, cit., p. 529.

suggeriscono di ripensare “*i criteri per la valutazione di adeguatezza e la definizione di investitore sofisticato*”, o di adottare un comportamento trasparente che arrivi a “*discutere i termini fondamentali di una operazione complessa prima della sua esecuzione*” segnando infatti, il superamento della meccanica equiparazione tra operatori professionali e assenza di regole per la protezione dell’investitore, con la conseguente riduzione degli spazi per eventuali comportamenti opportunistici degli intermediari” ¹⁰⁹.

L’interconnessione dei mercati, che ha propagato la crisi nata nel mercato dei *sub prime* a tutto il mercato finanziario colpendo tra i primi i fondi *hedge* ad elevato rischio e leva finanziaria destinati agli investitori sofisticati, ha anche evidenziato che la protezione dell’investitore non è solo interesse di una categoria più o meno estesa di soggetti, ma è interesse in primo luogo del mercato finanziario, perché ne salvaguarda l’integrità e per questo è interesse di sicuro rilievo pubblico, cosicché appare condivisibile l’opinione che considera la tutela dell’investitore come indisponibile ¹¹⁰, potendo pervenire a tale esito per una duplice via.

Ricondurre la disciplina a quelle normative c.d. di “protezione” di per sé inderogabili anche con il consenso del contraente debole ¹¹¹, ovvero considerare le regole di condotta poste a carico dell’intermediario quale modello cui l’intermediario deve conformarsi, come evidente nel caso dei criteri generali di redazione dei regolamenti dei fondi comuni di investimento, “*in funzione del perseguimento di un interesse, quello dell’integrità dei mercati finanziari, di sicuro rilievo pubblico e pertanto da collocare al di fuori della sfera di disponibilità delle parti*” con il fine di salvaguardare “*prima ancora che l’esito del singolo investimento, l’equilibrio e l’efficienza del sistema nel suo complesso*” ¹¹².

La scelta compiuta dal legislatore per i fondi riservati e speculativi suscita quindi perplessità perché, oltre ad essere stata assunta con

¹⁰⁹ PERRONE, *Mercato*, cit., p. 531. Le recenti esperienze di investimento in prodotti finanziari complessi di molti enti locali italiani, classificati dalle attuali norme come *clienti professionali e investitore professionali*, possono costituire un esempio di tali comportamenti.

¹¹⁰ MINNECI, *Servizi*, cit., p. 576.

¹¹¹ MINNECI, *Servizi*, cit., p. 577. Ci si riferisce a quanto disposto dall’art. 2113 c.c. per i lavoratori, all’art. 79, l. 27 luglio 1978, n. 392 per i conduttori di immobili urbani e ad altre norme ancora.

¹¹² MINNECI, *Servizi*, cit., p. 577.

provvedimento d'urgenza, essa si pone in contrasto con le risultanze degli studi e degli approfondimenti compiuti in questi anni dalle organizzazioni internazionali e dalle autorità di vigilanza dei paesi più avanzati ed è contraddetta dalla recente esperienza della crisi finanziaria che, come si è visto, ha dimostrato che anche gli investitori sofisticati compiono scelte sulla base di comportamenti *euristici* e che la segmentazione dei mercati non impedisce una rapida trasmissione delle crisi, cosicché privare di controlli fondi comuni di investimento che per loro stessa natura assumono elevati livelli di rischio, quali i fondi speculativi e riservati, espone tutto il mercato dei fondi comuni ad una potenziale crisi da contagio.

Occorre infine considerare, l'evoluzione della normativa europea in materia di fondi *alternativi*.

Al momento non è possibile ipotizzare le scelte che verranno compiute in sede di attuazione della Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi che dovrà essere adottata entro il 22 luglio 2013 ¹¹³. La direttiva, per altro, non disciplina i fondi (fondi di investimento alternativi – FIA, ovvero AIFs – alternative investment funds), *“i quali dovrebbero pertanto poter continuare ad essere disciplinati e sottoposti a vigilanza a livello nazionale”* ¹¹⁴, bensì i gestori di tali fondi, identificati come quei gestori che *“gestiscono tutti i tipi di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009”* ¹¹⁵.

Fermo restando che i nuovi fondi alternativi potranno continuare ad essere disciplinati dalle norme nazionali non armonizzate, l'autorizzazione al gestore (gestori di fondi di investimenti alternativi-GEFIA, ovvero Managers of alternative investment funds-AIFMs) a norma della direttiva, coprirà *“la gestione di FIA UE stabiliti nello Stato membro d'origine del gestore. Fatti salvi ulteriori obblighi di notifica, ciò comprende anche la commercializzazione presso investitori professionali dell'Unione”* ¹¹⁶, cosicché *“Un GEFIA UE non dovrebbe poter gestire e/o commercializzare*

¹¹³ Secondo quanto stabilito dall'articolo 66, par.1 della Direttiva. Come è noto, non sempre l'Italia ha provveduto nei termini anche se negli ultimi anni si è potuto constatare una maggiore tempestività.

¹¹⁴ Considerando (10) della Direttiva 2011/61/UE, dell'8 giugno 2011, nel quale è anche precisato che la direttiva non osta a che *“gli stati membri adottino o continuino ad applicare disposizioni nazionali in relazione ai FIA stabiliti nel loro territorio”*.

¹¹⁵ Considerando (3) della Direttiva 2011/61/UE, dell'8 giugno 2011.

¹¹⁶ Considerando (15) della Direttiva 2011/61/UE, dell'8 giugno 2011.

FIA UE presso investitori professionali nell'Unione senza essere stato autorizzato ai sensi della presente direttiva”¹¹⁷.

La separazione tra autorizzazione del gestore, disciplinata da norme nazionali armonizzate UE, e quella del fondo disciplinata da norme nazionali non armonizzate non sembra però consentire, almeno ad una prima lettura della disciplina comunitaria, la gestione di fondi privi dell'approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza e quindi la loro revoca come disposta dall'art. 32, del d.l. 78/2010, dovrà probabilmente essere riconsiderata anche alla luce dei non trascurabili effetti che essa comporta sul sistema dei fondi comuni di investimento e sul mercato.

Potrebbe questa essere anche l'occasione per ricondurre ad unità sistematica una legislazione che ha prodotto categorie di fondi comini di investimento dalle più svariate connotazioni.

Fondi mobiliari autorizzati e non autorizzati, soggetti alla verifica costante del requisito della pluralità dei partecipanti. Le conseguenze per l'eventuale insussistenza del requisito sono disciplinate esclusivamente ai fini tributari, con la tassazione in capo al fondo secondo le disposizioni IRES.

Fondi immobiliari istituzionali non autorizzati, non soggetti al requisito della pluralità dei partecipanti.

Fondi immobiliari non istituzionali, autorizzati e non autorizzati soggetti al requisito della pluralità dei partecipanti. Le conseguenze per l'eventuale insussistenza del requisito non sono specificatamente disciplinate. La disciplina fiscale dipende dall'entità della singola partecipazione, con tassazione per trasparenza in capo al partecipante secondo le norme tributarie proprie, in caso di superamento di una soglia percentuale, salvo per i partecipanti *istituzionali*.

9. Responsabilità del gestore e della banca depositaria.

Con il venir meno del vaglio della Banca d'Italia, la fase di istituzione del fondo e di redazione e approvazione del suo regolamento si conclude con la sola delibera del consiglio di amministrazione della società di gestione.

La società nel redigere il regolamento del fondo non è più tenuta seguire i criteri generali indicati dalla Banca d'Italia ed è quindi libera di

¹¹⁷ Considerando (18) della Direttiva 2011/61/UE, dell'8 giugno 2011.

regolare in piena autonomia i rapporti con i partecipanti, pur nell'ambito del quadro generale delineato dall'art. 39, co. 1 e 2, t.u.f. e dagli articoli 15 e 16, d.m. 228 del 1999, che indicano alcuni elementi cui devono essere uniformati i regolamenti dei fondi riservati e speculativi.

Si tratta, per altro, di norme di carattere generale che stabiliscono un contenuto minimo di riferimento, quale la previsione che il regolamento debba indicare almeno la denominazione e durata del fondo, le modalità di partecipazione, la suddivisione delle spese e la misura delle provvigioni spettanti al gestore ed altri contenuti minimi, ma che non contengono norme prescrittive in materia di rapporti con i partecipanti.

Tenuto conto che il co. 5, dell'art. 36, t.u.f., rimanda alla disciplina del mandato, si deve concludere che mentre per la generalità dei fondi comuni di investimento la disciplina speciale dettata dalle Autorità di Vigilanza integra ampiamente le norme codicistiche e ad essa prevalentemente ci si riferisce per l'individuazione degli obblighi e delle responsabilità del gestore e dell'eventuale promotore del fondo, nei fondi riservati e speculativi i rapporti tra le parti rimangono regolati dalle sole norme di diritto comune.

Il gestore dovrà operare attenendosi alle regole indicate all'articolo 40, t.u.f.¹¹⁸, indipendentemente dalle categorie dei fondi gestiti, ma in tema di responsabilità la posizione della società di gestione nei confronti dei partecipanti ai fondi riservati e speculativi assume ora dimensioni ben più marcate, data l'assenza dell'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia e l'ampia discrezionalità attribuitagli nella redazione del regolamento del fondo.

A questa responsabilità, per così dire *aggravata*, sembra riferirsi la più volte richiamata comunicazione della Banca d'Italia del 10 giugno 2011¹¹⁹, nella quale l'Autorità di Vigilanza, pur nella consapevolezza

¹¹⁸ Ai sensi dell'articolo 40, co. 1, t.u.f. le s.g.r. debbono “- a) *operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato*;- b) *organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr*;- c) *adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi*.”. Ai sensi del co. 2 del medesimo art. 40, inoltre, alle s.g.r. compete l'esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari di pertinenza del fondo. Si tratta regole di comportamento generali, indipendenti dalle tipologie e caratteristiche dei fondi gestiti.

¹¹⁹ Lettera circolare alle s.g.r. della Banca d'Italia del 10/06/2011, (nt. 54).

*“che spesso i regolamenti di tali fondi [riservati e speculativi, n.d.r.] sono modellati su specifiche esigenze rappresentate dai potenziali partecipanti”*¹²⁰, raccomanda che le società di gestione agiscano in modo autonomo ed indipendente nell’interesse dei partecipanti, *“senza che questi possano influenzare la gestione operativa del fondo in conformità con le previsioni di legge e regolamentari”*¹²¹.

Non è questa la sede per valutare la fondatezza del timore espresso dalla Banca d’Italia, che i partecipanti dei fondi riservati e speculativi possano influenzare la *gestione operativa*¹²² del fondo, ma appare evidente che l’Autorità di Vigilanza, spogliatasi dei controlli su tali fondi, richiama l’attenzione delle società che li gestiscono sulla loro esclusiva responsabilità nei confronti dei partecipanti.

Alle società di gestione è attribuita quindi un’ampia discrezionalità nel fissare le regole di funzionamento e di gestione del fondo, oltre che di regolare rapporti con i partecipanti, ma venuto meno il filtro dei controlli della Banca d’Italia, è di loro esclusiva responsabilità il rispetto delle norme di legge, regolamentari e di comportamento e la tutela degli interessi dei partecipanti.

In proposito è interessante osservare che tra le regole dettate dalle norme di legge e di attuazione, oltre alle specifiche disposizioni indicate per i fondi immobiliari all’ultimo capoverso della lettera *b-bis*), del co. 2, dell’art. 37¹²³, del t.u.f. ed ai limiti inderogabili di investimento previsti per i fondi riservati, si rinviene, anche per i fondi riservati e speculativi, il co. 2-*bis*, dell’art. 37, t.u.f., che disciplina il funzionamento dell’assem-

¹²⁰ Banca d’Italia, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, approvato con provvedimento del Governatore del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo I, Sezione I, Paragrafo 1.

¹²¹ Lettera circolare alle s.g.r. della Banca d’Italia del 10 giugno 2011, p. 2 (nt. 54).

¹²² Terminologia non del tutto chiara, che sembra ipotizzare una distinzione tra la gestione del fondo, la cui disciplina è indicata nel regolamento e che può essere modellata sulle specifiche esigenze dei potenziali partecipanti e la gestione operativa, ovvero sia quotidiana, che non dovrebbe essere influenzata dai partecipanti al fondo. La distinzione non di immediata individuazione, soprattutto nei fondi riservati immobiliari per i quali è consentita la partecipazione anche di un solo soggetto, potenzialmente in grado di condizionare l’operato del gestore in quanto unico beneficiario della gestione del fondo. Occorre anche considerare che la modifica alla definizione di fondo comune di investimento prevede espressamente che il fondo venga gestito in autonomia dai partecipanti.

¹²³ Limiti di indebitamento proporzionali al valore dei beni posseduti e facoltà di procedere alla valorizzazione dei beni immobiliari.

blea dei partecipanti ai fondi chiusi ¹²⁴. La norma prevede che le delibere dell'assemblea, in prevalenza modificative del regolamento di gestione, siano inviate alla Banca d'Italia, per la loro approvazione.

Coerentemente con l'esclusione dei controlli di vigilanza, per i fondi chiusi riservati e speculativi verrebbe meno l'approvazione dell'Autorità di Vigilanza, ma le modifiche introdotte dal decreto legge non escludono l'applicabilità di tale norma, confermando che, forse, la scelta di procedere con decretazione di urgenza, mal si adatta alla complessità della materia.

Al Consiglio di amministrazione della società di gestione compete inoltre l'accertamento formale dell'abilitazione della banca depositaria ad assumere l'incarico ¹²⁵.

La banca depositaria per altro, assume la responsabilità nei confronti dei partecipanti al fondo *“di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi”*, secondo quanto stabilito dal co. 2, dell'art. 38, t.u.f.

Con le modifiche apportate all'art. 37, l'individuazione degli obblighi posti a carico della banca depositaria, indicati al comma 1, del medesimo articolo, diviene meno agevole di quanto il tenore della norma può far ritenere.

In particolare la lettera c), del co. 1, dell'art. 38, t.u.f. prevede che la banca depositaria possa eseguire le istruzioni della società di gestione che, si ricorda, non ha la disponibilità dei beni del fondo, se queste non risultino contrarie alla legge, alle prescrizioni degli organi di vigilanza e al regolamento.

La pratica esecuzione dei compiti affidata dalla legge alla banca depositaria è condizionata da quanto indicato nel regolamento del fondo che, quando sottoposto alla preventiva approvazione dell'Autorità di Vigilanza, costituisce il punto di riferimento tanto della banca che del gestore.

L'assenza del controllo preventivo del regolamento dei fondi riservati e speculativi determina un'assunzione diretta di responsabilità anche della banca depositaria che dovrà quindi procedere alla verifica preventiva del regolamento dal momento che le istruzioni della società di gestione potrebbero essere compatibili con il regolamento, ma risultare contrarie alle norme di legge ed alle disposizioni dell'Autorità di Vigilanza.

¹²⁴ Nonché le norme di attuazione, dettate dall'art. 18-*bis* e seguenti, del d.m. 228 del 1999.

¹²⁵ Lettera circolare alle SGR della Banca d'Italia, cit. (nt. 54).

A questo si aggiunga che la scelta della banca depositaria è di competenza del gestore, il quale stipula con essa un contratto nell'interesse del fondo, addebitando ad esso i relativi oneri, mentre la responsabilità per l'operato della banca depositaria nei confronti dei partecipanti, non ha natura contrattuale ma è disposta per legge, cosicché l'individuazione della linea di confine tra la responsabilità del gestore e quella della banca depositaria in caso di pregiudizio ai partecipanti non appare di facile individuazione.

10. Valutazioni di insieme.

Valutando la legislazione di urgenza degli anni 2010 e 2011 nel suo insieme, ci si può rendere conto di come le modifiche apportate alla disciplina dei fondi comuni di investimento hanno innescato processi potenzialmente disgreganti dal punto di vista sistematico, che vanno ben oltre gli effetti immediati, imputabili alle singole disposizioni quali fin qui descritti.

La riformulazione dell'art. 1, co. 1, lett. *f*) t.u.f., incidendo direttamente sulla morfologia del modello di fondo comune di investimento, dà vita ad una frammentazione normativa che viene inevitabilmente amplificata dai diversi requisiti previsti per i fondi immobiliari e dall'avvento dei fondi *non autorizzati*, quali i fondi riservati e speculativi.

I dubbi che la sola autorizzazione della Banca d'Italia, quando presente, possa non essere sufficiente ad assicurare la legittimità della disciplina fiscale propria dei fondi comuni di investimento, prefigurano ulteriori possibili divergenze tra categorie di fondi ¹²⁶ e rendono la Società di Gestione e la banca depositaria, sostituti di imposta, responsabili nei confronti dell'erario, oltre che degli aderenti, della scelta non certo agevole del regime applicabile.

Si grava il gestore ed il custode del fondo del controllo continuativo della composizione e *numerosità* degli aderenti, là dove la peculiare disciplina dettata dal co. 3, dell'art. 32, del decreto legge 78/2010, suc-

¹²⁶ Ci si riferisce ai fondi riservati e speculativi, non autorizzati dalla Banca d'Italia e di conseguenza maggiormente esposti a possibili contestazioni dell'autorità fiscale e tra questi, in particolare, ai fondi riservati immobiliari la cui disciplina fiscale ed i relativi controlli sono particolarmente complessi. La Circolare 33/E dell'Agenzia delle Entrate è esplicita in proposito. V. sopra, par. 5.

cessiva alla *correzione* operata dal decreto l. 70/2011, sancisce per i soli fondi immobiliari l'insolito affiancamento di un requisito quantitativo commisurato alla percentuale di partecipazione, alla *qualificazione* privilegiata di alcune categorie di soggetti.

Per le altre categorie di fondi, i requisiti della pluralità di *investitori* e di *partecipanti* rimangono, indefiniti, sullo sfondo della disciplina della gestione collettiva del risparmio, del tutto inadeguata alla individuazione di profili tributari, per altro evocati per impedire l'uso *abusivo* dei fondi immobiliari, nel frattempo assoggettati ad altri requisiti e ora possibili indici per ipotesi di abuso del diritto, dalle conseguenze imprevedibili nel caso di patrimoni separati.

Le modifiche alla disciplina dei fondi riservati, ormai sempre più utilizzati per attività che difficilmente si conciliano con uno strumento destinato alla collettività dei risparmiatori e, per *trascinamento*, la modifica dei fondi speculativi, alterano profondamente la natura e il limite della responsabilità del gestore e della banca depositaria.

L'Autorità di Vigilanza viene esonerata dai controlli preventivi, ora limitati alla sola fase successiva alla realizzazione degli investimenti e, soprattutto, dalla verifica delle politiche di gestione (sulla base delle quali sono effettuati gli investimenti) e della regolazione dei rapporti con i partecipanti.

Il gestore, l'eventuale promotore e la banca depositaria assumo, specularmente, la piena responsabilità per gli eventuali pregiudizi nei confronti dei partecipanti che potrebbero derivare non solamente dalla non corretta esecuzione degli obblighi indicati nel regolamento, ma anche, a monte, per la non conformità del regolamento alle norme di legge, anche tributarie, alle norme regolamentari ed alle disposizioni delle Autorità di Vigilanza.

Si registra così la progressiva evanescenza della disciplina (unitaria) dei fondi comuni di investimento ¹²⁷, a cui corrisponde il ritirarsi dell'Autorità di Vigilanza ed il progressivo aggravarsi della responsabilità degli intermediari il cui risultato ultimo appare essere la complessiva riduzione della tutela dei partecipanti.

¹²⁷ Per altro da tempo avviata con l'innesto sulla disciplina preesistente, dei fondi immobiliari pubblici realizzato dal d.l. 25 settembre 2001, n. 351 convertito con modificazioni dalla l. 23 novembre 2001, n. 410.

Si tratta di una metamorfosi che porta a domandarsi, parafrasando recenti riflessioni sulle società per azioni a larga diffusione di capitale ¹²⁸, se non si rischia di trasformare il modello fondo comune di investimento in altra cosa, dove ogni fondo è *un ordinamento a sé* e le regole per i partecipanti diverse tra loro, *se non per accidentale e parziale coincidenza* ¹²⁹.

FRANCESCO GENTILONI SILVERI

¹²⁸ ROSSI, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.* I, 2012, pp. 1 e 4.

¹²⁹ D'ALESSANDRO *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 37.