



# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

DOTTORATO DI DIRITTO COMPARATO, PRIVATO, PROCESSUALE CIVILE E  
DELL'IMPRESA

CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE – XXXII CICLO

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E STORIA DEL DIRITTO

## IL FONDO COMUNE AZIONISTA

IUS/04

Armando Santoni

*Tutor:*

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

Coordinatore:

Chiar.ma Prof.ssa Maria Teresa Carinci

A.A. 2018/2019

# IL FONDO COMUNE AZIONISTA

## CAPITOLO PRIMO - INQUADRAMENTO DEI FONDI COMUNI NEI SISTEMI DI

### *CIVIL LAW*

1. Origine dei fondi comuni di investimento.....- 3 -
2. Lo sviluppo dei fondi comuni di investimento negli ordinamenti continentali.- 10 -
3. Le tesi del fondo come comunione degli investitori ovvero come oggetto di proprietà della società di gestione.....- 12 -
4. Limiti della impostazione metodologica fondata sul paradigma della proprietà.- 17 -
5. Il fondo come soggetto di diritto ovvero la tesi sulla proprietà-funzione .....- 23 -

## CAPITOLO SECONDO – FONDI AZIONISTI DI MINORANZA E DI CONTROLLO

1. La legge istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare ‘aperti’ (l. 77/1983) .....- 28 -
2. Dall’introduzione del modello ‘statutario’ al Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria .....- 33 -
3. La disciplina risultante dal sistema UCITS .....- 40 -
4. La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD).....- 43 -
5. La detenzione di partecipazioni rilevanti o di controllo in capo ai Fia .....- 52 -

6. L'autonomia patrimoniale dei fondi comuni di investimento .....	- 61 -
7. La fattispecie fondo comune nei suoi aspetti funzionali e dinamici.....	- 67 -

### CAPITOLO TERZO – PARTECIPAZIONE ED ESERCIZIO DEL VOTO PER CONTO

#### ALTRUI

1. Partecipazione sociale e attività di gestione del risparmio.....	- 75 -
2. Sostituzione del gestore e circolazione della partecipazione .....	- 86 -
3. L'esercizio del diritto di voto per conto del fondo .....	- 99 -
4. Il conflitto d'interessi e i doveri fiduciari del gestore.....	- 109 -
5. I consulenti in materia di voto .....	- 116 -

### CAPITOLO QUARTO – ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO E DISCIPLINA

#### DEL CONTROLLO

1. Il divieto di disaggregazione .....	- 126 -
2. Le ragioni dell'introduzione del divieto di disaggregazione.....	- 128 -
3. La disciplina speciale del controllo .....	- 133 -
4. Le conseguenze in caso di violazione.....	- 142 -
5. Conclusioni: l'asset stripping nel dibattito sugli interessi nella società .....	- 149 -
INDICE BIBLIOGRAFICO.....	- 154 -

## CAPITOLO PRIMO

### INQUADRAMENTO DEI FONDI COMUNI NEI SISTEMI DI *CIVIL LAW*

SOMMARIO: 1. *Origine dei fondi comuni di investimento* 2. *Lo sviluppo dei fondi comuni di investimento negli ordinamenti continentali* 3. *Le tesi del fondo come comunione degli investitori ovvero come oggetto di proprietà della società di gestione* 4. *Limiti della impostazione metodologica fondata sul paradigma della proprietà* 5. *Il fondo come soggetto di diritto ovvero la tesi sulla proprietà-funzione.*

#### 1. *Origine dei fondi comuni di investimento*

L'attività di gestione collettiva di patrimoni per conto altrui si è diffusa in epoca relativamente recente, anche se il suo preciso inquadramento storico risulta problematico <sup>1</sup>. Diversi autori ne hanno individuato le radici in epoche lontane, anche nell'antichità classica <sup>2</sup>, mentre altri ne hanno suggestivamente ricondotta la genesi ad

---

<sup>1</sup> Si rinvia innanzitutto, per un'esauriente ricognizione storico-giuridica dell'istituto, a B. LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano 1959, pp. 466 ss. V. altresì R. ARGENZIANO, *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milano, 1952, pp. 6 ss, e D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015, pp. 276 ss.

<sup>2</sup> Si allude, tra gli altri, a W. CARTER, *Mutual investment funds*, in *Harvard Business Review*, 1949, p. 720, il quale, pur senza precisare le fonti dalle quali ha attinto la notizia, afferma che «the idea of pooling money for common investment in business under continuous supervision is not new. It flourished centuries ago in Greece, Rome, and Genoa»; R. ARGENZIANO, *L'investment*, cit., p. 7. Il riferimento alla Repubblica di Genova parrebbe comunque alludere a generiche forme di partecipazione passiva ad attività mercantili, unitariamente riferibili, almeno nella loro fase genetica, al contratto di *commenda* o anche alla *societas maris*, in cui, come noto, a grandi linee ricorreva lo schema della gestione per conto altrui nella forma dell'accomandita. Cfr. ancora B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 463 testo e nota 8, p. 468, il quale, proponendo di adottare, ai fini del recepimento nell'ordinamento italiano dell'*investment trust*, lo schema del mandato senza rappresentanza, sottolinea l'affinità di quest'ultimo con la *commenda* di investimento medievale. Rispetto all'ipotetica presenza di forme di investimento collettivo già nel mondo antico, ciò non potrebbe stupire più di tanto, essendo ben noto l'elevato grado di sviluppo in esso raggiunto dal commercio: per una originale e sorprendente opera di sistemazione delle regole commerciali nelle antiche civiltà del Mediterraneo, si veda il recente studio di M. CIAN, *Le antiche leggi del commercio. Produzione, scambi, regole*, Bologna, 2016, *passim*.

Appare scontato, ma comunque pertinente, osservare come il divieto di usura abbia giocato un ruolo determinante nell'ostacolare lo sviluppo di simili forme di investimento, soprattutto nel Medioevo: sul punto, e in particolare sulle origini del contratto di *commenda* come espediente per sfuggire alla censura del divieto di usura, v. l'illuminante studio di U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998, pp. 140 ss., il quale poi, come è noto, deduce dalla diversa matrice storica e ideologica della *compagnia* e della *commenda* l'inidoneità della definizione di società di cui all'art. 2247 c.c. a fornire un quadro definitorio onnicomprensivo del fenomeno societario. Sul punto, può osservarsi, in via di estrema sintesi, come per il giurista positivo la conclusione sufficiente è che esiste un paradigma, fornito dalla definizione dell'art. 2247 c.c., che rintraccia i connotati funzionali comuni a tutti i tipi di società, non meno di quanto facciano tante altre categorie concettuali tipiche dei sistemi giuridici europei continentali. Anche se non possono neppure trascurarsi la più recente tendenza

operazioni finanziarie realizzate dai Fugger nel sedicesimo secolo, le quali sembravano in realtà presentarsi non tanto come gestioni professionali di patrimoni, ma piuttosto come gestioni di fondi raccolti per finalità essenzialmente benefiche o religiose, composti da oblazioni e contributi spontanei<sup>3</sup>; mentre altri ancora ne hanno individuato l'origine negli *Administrative Kantooren* olandesi<sup>4</sup>, risalenti all'inizio dell'Ottocento.

Un'ulteriore ipotesi muove dalla premessa per la quale la moderna gestione collettiva del risparmio professionalmente esercitata sia nata, in continuità con lo scopo di finanziamento all'industria proprio della società per azioni, per catalizzare in vario modo il piccolo risparmio verso la grande impresa<sup>5</sup>, e della quale il primo esempio fu fornito dalla *Allgemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van der Volsveit*, fondata nel 1822 a Bruxelles da Guglielmo d'Orange, denominata in seguito *Société Generale des Pays Bas pour favoriser l'industrie nationale*, e ancora *Société Generale de Belgique* a partire dal 1830, anno della rivoluzione belga<sup>6</sup>. Tale società aveva infatti lo scopo di produrre rendite dall'investimento in infrastrutture e in generale nell'economia nazionale e coloniale ovvero, secondo altri, lo scopo di facilitare piccoli investimenti in prestiti emessi da Stati esteri, rivolgendosi, in un

---

legislativa, che induce a ridimensionare il carattere paradigmatico della norma sopracitata, ed in particolare dello scopo di lucro: sul punto v. la recente ricerca di U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, spec. pp. 94 ss.

<sup>3</sup> Lo riporta, tra gli altri, D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 277, il quale osserva come l'investimento collettivo sia iniziato nell'Alto Medioevo, in particolare da parte di istituzioni religiose come conventi, ordini monacali e chiese ma anche corporazioni mercantili e fondazioni private, che avevano ad oggetto la gestione di donazioni o contributi per la costruzione di chiese, scuole e ospizi e per il mantenimento dei poveri. L'autore cita in particolare un'operazione avviata da Jakob il Ricco nel 1511, volta ad assicurare una rendita ai piccoli artigiani; potrebbe dirsi una sorta di precursore del moderno fondo pensioni: e così infatti D. ZETZSCHE, *op. cit.*, p. 278, il quale aggiunge che il primo fondo pensioni privato fu avviato nel 1759 in Pennsylvania col nome di *Corporation for the Relief of Poor and Distressed Presbyterian Ministers and Distressed Widows and Children of Ministers*.

<sup>4</sup> Cfr. B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 467, il quale riporta altresì che tali organismi mostravano molte affinità di struttura con l'*investment trust* moderno, trattandosi di fondi raccolti tra una pluralità di investitori e diretti all'investimento in titoli stranieri, e che consentivano la pronta liquidazione dell'investimento attraverso la restituzione del certificato di partecipazione all'*Administrative Kantoor* emittente. Tuttavia, essi divergevano dalla moderna gestione collettiva del risparmio nella loro funzione: «più che tendere alla sicurezza dell'investimento – ed infatti non trovava applicazione il principio della divisione dei rischi – essi si proponevano di facilitare l'introduzione dei titoli stranieri nel mercato nazionale».

<sup>5</sup> Così B. LIBONATI, *Società di investimento e investment trust*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 278 nt. 5, ora anche in *Scritti giuridici*, volume II, Milano, 2013, p. 8.

<sup>6</sup> Cfr., tra gli altri, R. ARGENZIANO, *L'investment*, cit., p. 10; B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 466 s.; D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 282 s.

secondo momento, anche all'investimento nell'industria del carbone e del ferro <sup>7</sup>. In seguito sorsero ulteriori esempi di società analoghe nell'Europa continentale, quali la *Omnium Société generale civile genevoise d'Emploi de Fonds*, fondata a Ginevra nel 1849, ovvero la *Société generale de Crédit mobilier*, fondata a Parigi nel 1852, tanto che un Autore, pur riconoscendo che lo sviluppo maggiore del fenomeno in esame abbia avuto luogo in Inghilterra e, successivamente, negli Stati Uniti, ritiene che gli *investment trusts* (anche se il riferimento a tale istituto appare improprio) siano sorti sul continente europeo <sup>8</sup>.

Tuttavia, anche tali società non presentavano, a ben vedere, uno dei tratti caratterizzanti le moderne forme di gestione collettiva del risparmio, vale a dire la diversificazione del rischio di investimento, presentandosi più simili a intermediari creditizi che a veri e propri organismi di gestione collettiva del risparmio <sup>9</sup>, e infatti appare ormai acquisita l'idea per la quale l'uso sistematico dell'*investment trust*, a ragione considerato l'archetipo economico-giuridico della gestione collettiva professionale di patrimoni per conto di altri, si diffuse dapprima nel Regno Unito, per poi espandersi agli Stati Uniti d'America <sup>10</sup>. Tale circostanza è dovuta a due ragioni, l'una di carattere storico-economico e l'altra di carattere giuridico.

La prima ragione alla base della diffusione degli *investment trusts* nei suddetti ordinamenti consiste nelle diverse politiche di investimento all'epoca perseguite dalle banche britanniche e statunitensi, connotate dalla tendenza a interessarsi direttamente dei finanziamenti all'industria, mentre solo più tardi, «modificata in molti mercati finanziari europei la politica delle banche di credito ordinario, con la tendenza di riportare l'attività di queste, sull'esempio delle banche inglesi ed in parte di quelle americane, al solo esercizio del credito a breve scadenza, si è avvertita la necessità di nuovi istituti operanti nel campo del credito a lunga scadenza» <sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Queste le ipotesi prospettate rispettivamente da D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 282, e R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 7. Al riguardo, è interessante notare l'intreccio tra le iniziative di gestione collettiva del risparmio delle origini e lo sfruttamento delle risorse coloniali da parte degli imperi europei. D'altronde, come nota E. BARCELLONA, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della direttiva Gefia. Investment companies, family offices, club deals, Spac, holding companies*, Milano, 2018, pp. 11 ss., spec. p. 14, ove osserva come «la società per azioni nasce costitutivamente come l'istituto *par excellence* di gestione collettiva del risparmio».

<sup>8</sup> Si allude ad R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 10.

<sup>9</sup> Così B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 467; D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 283.

<sup>10</sup> Cfr. B. LIBONATI, *Società*, cit., p. 278 nt. 5.

<sup>11</sup> Così R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 8., e B. LIBONATI, *Società*, cit., p. 283, il quale approva l'idea per la quale i fondi comuni di investimento o *investment trusts* fossero serventi

La seconda ragione è di carattere eminentemente giuridico, e offre anzi un nitido esempio di quanto la tradizione e gli istituti tipici di un certo ordinamento giuridico possano influenzarne lo sviluppo economico e sociale. Invero, l'adozione di uno schema negoziale assai flessibile, quello del *trust*, quale forma giuridica per la gestione collettiva di patrimoni, di antichissima tradizione e caratteristico del diritto inglese, consentiva di soddisfare efficacemente le diverse esigenze economiche alla base dell'attività in questione. Esso adempiva la fondamentale esigenza di separazione patrimoniale della parte di patrimonio devoluta in *trust* rispetto ai patrimoni del *trustee* e del *settlor*, cui corrispondeva una parallela autonomia di gestione del *trustee*, nei limiti del contratto stesso. Come prontamente sottolineato dall'Ascarelli, la principale questione dal punto di vista giuridico consisteva infatti nella necessità di distinguere il patrimonio fiduciario dell'*investment trust* dal patrimonio degli investitori, allo scopo di rendere i capitali investiti indipendenti dalle vicende economiche del primo <sup>12</sup>: necessità pienamente appagata dal *trust*.

Peraltro, è d'uopo notare ulteriormente come nel successivo sviluppo, sempre negli ordinamenti di *common law*, delle strutture giuridiche prestate all'attività di gestione collettiva di patrimoni, un ruolo di primo piano sia stato assunto dalla diversa configurazione della disciplina del capitale sociale, e nello specifico dalla flessibilità del capitale sociale, tipica di quei sistemi giuridici. Dall'altro lato, il principio della fissità del capitale sociale, adatto per vincolare alle sorti dell'impresa una parte del credito ad essa concesso a lunga scadenza, rendeva le società per azioni di *civil law* congenitamente inadatte alla concessione del credito a lunga scadenza, nei casi in cui «per le imprescindibili necessità di liquidità dei risparmiatori debbono essere in grado

---

rispetto ad un esercizio del credito a lunga scadenza, offrendo allo stesso tempo il vantaggio agli investitori di mantenere prontamente liquidabili le quote in loro possesso, negoziando sul mercato i propri titoli e potendo quindi ovviare alle richieste di rimborso con il ricavo di quanto ottenuto dalla alienazione di una parte della propria attività.

<sup>12</sup> Vedi T. ASCARELLI, *Investment trust*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1954, I, p. 178, in cui individuava nella distinzione tra il patrimonio del fiduciario che detiene i titoli, quello del gestore e i titoli costituenti l'investimento dei clienti, da un lato, e nella esistenza di certificati circolabili in corrispondenza con gli investimenti compiuti, dall'altro, le due caratteristiche essenziali dell'*investment trust*. Inoltre, l'autorevole scrittore riteneva che l'ordinamento italiano, allora sprovvisto di una disciplina normativa dei fondi comuni di investimento, dovesse ispirarsi al modello contrattuale affermato all'epoca in Svizzera, che si vedrà oltre, proprio in quanto fondato sulla netta separazione tra patrimonio del gestore e degli investitori, rispetto al modello della *société d'investissement* francese, sottolineando come «la distinzione tra il gestore (col suo patrimonio) e i clienti i cui fondi vengono investiti è fondamentale, proprio perché i secondi possano godere di una tutela che invece viene meno se primo e secondi sono soci di una società poi dominata dal primo».

di poter prontamente rimborsare i capitali loro affidati»<sup>13</sup>. Ed in ciò si spiega, dunque, la graduale sostituzione, negli ordinamenti anglosassoni, del modello fornito dal *contractual investment trust* con lo *statutory investment trust*, ossia l'organismo di investimento collettivo organizzato in forma societaria e, allo stesso tempo, le ragioni alla base delle difficoltà di inquadramento dogmatico, negli ordinamenti di *civil law* in generale e in quello italiano in particolare, di tali forme giuridiche, entrambe fondate su caratteristiche peculiari dei sistemi di derivazione anglosassone.

Ad ogni modo, i primi organismi di investimento collettivo in valori mobiliari avviati con la forma del *trust* sono sorti, negli anni sessanta del XIX secolo, in Scozia, con lo *Scottish-American Investment Trust* e, in Inghilterra, con la *London Financial Association* e la *International Financial Society*, che presentavano i connotati essenziali del moderno fondo comune di investimento. Essi operavano infatti la raccolta di investimenti di piccoli e medi risparmiatori con la prospettiva di un'ampia diversificazione degli investimenti, soprattutto dal punto di vista territoriale, agevolata, d'altronde, dall'estensione globale dell'impero britannico<sup>14</sup>. In un secondo momento, come anticipato, la maggioranza degli *investment trusts* britannici assunse la forma della *company*, in quanto l'aumento esponenziale dei risparmiatori interessati, e dunque del volume dei capitali raccolti, richiese una più dettagliata disciplina giuridica per il loro funzionamento<sup>15</sup>.

Negli Stati Uniti il fenomeno conobbe invece uno sviluppo tardivo, dovuto, a quanto pare, al divieto per le società statunitensi di possedere azioni di altre società e, più in generale, la negoziazione di *real properties*<sup>16</sup>. Questa circostanza portò all'adozione, quale modello organizzativo elettivo per l'attività di gestione collettiva

---

<sup>13</sup> Così R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 37. Sulle prime manifestazioni dei fondi comuni di investimento mobiliare v. anche E. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi d'investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, I, pp. 534 ss.

<sup>14</sup> Cfr. B. LIBONATI, *Società*, cit., p. 284; ID.,  *Holding*, cit., p. 468 s., ove si legge che la diversificazione degli investimenti fu «conseguenza principalmente della amplissima sfera economica inglese nel diciannovesimo secolo, oltre che delle necessità dei territori oggi riuniti nel Commonwealth». Cionondimeno, non risultano del tutto chiari i caratteri precisi dei primi *investment trusts*, anche perché, innanzitutto, essi non pubblicavano le liste dei titoli posseduti e, in secondo luogo, non è certo se alla cennata diversificazione territoriale degli investimenti corrispondesse una diversificazione per settori industriali, «spesso infatti preferendo i gestori accentrare l'investimento in singole industrie (come nell'attività ferroviaria) anche in considerazione delle contingenze economiche di allora»: così B. LIBONATI, *op. loc. cit.*

<sup>15</sup> Così ancora R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 40.

<sup>16</sup> Cfr. W. CARTER, *Mutual*, cit., p. 170, per il quale il primo *investment trust* di diritto statunitense fu il *Boston Personal Property Trust*, il cui anno di fondazione viene fatto risalire al 1893.



del risparmio, del contratto di *trust*, anche se la prassi contrattuale nordamericana lo modificò variamente fino a forgiare uno schema contrattuale originale, ossia il c.d. *Massachusetts trust* (o *business trust*)<sup>17</sup>. In seguito, le legislazioni societarie dei vari Stati nordamericani eliminarono progressivamente il divieto per le *corporations* di acquisire azioni di altre società, e dunque gli originari *investment trust* adottarono gradualmente la forma, ritenuta più congeniale, della *corporation*. Tale nuovo modello risultò particolarmente efficace proprio negli Stati Uniti, grazie alla ampia libertà, concessa dai vari ordinamenti societari ivi presenti, non solo in ordine alla accennata variabilità del capitale sociale, ma anche rispetto alla composizione delle varie categorie di azioni, e quindi alla possibilità di graduare il rischio dell'investimento<sup>18</sup>.

Al termine del descritto processo evolutivo dell'*investment trust* negli ordinamenti di *common law*, si assisteva pertanto ad una scelta alternativa, dal punto di vista organizzativo, nella gestione collettiva del risparmio: da un lato il *contractual investment trust*, prodotto peculiare del diritto inglese<sup>19</sup>, risultante dalla stipulazione di un duplice negozio di *trust*, vale a dire tra la società di gestione e la banca depositaria dei titoli, e tra gli investitori e la società di gestione<sup>20</sup>; dall'altro lo *statutory investment trust*, in cui gli investitori assumevano la veste di soci della stessa società di gestione, il cui patrimonio era formato proprio dai versamenti dei primi, e in cui la variabilità del capitale sociale facilitava il pronto smobilizzo dell'investimento<sup>21</sup>. Appare

---

<sup>17</sup> V. sul punto R. FRANCESCHELLI, *Il trust nel diritto inglese*, Padova, 1935, p. 7, per il quale con il *business trust* si ottengono vantaggi analoghi a quelli derivanti dalla costituzione di una società anonima, in quanto esso non sarebbe altro che un mezzo per esercitare il commercio a responsabilità limitata. Anche se, a ben vedere e come si è osservato nel testo, il successo dello stesso negozio 'classico' di *trust* fu dovuto proprio alla sua idoneità a realizzare una separazione di patrimoni e, quindi, di responsabilità, del patrimonio fiduciariamente gestito dal *trustee* rispetto al patrimonio di quest'ultimo e quello dei singoli partecipanti. Del resto, lo stesso Autore conclude nel senso che col *business trust* «si ha una organizzazione di capitali che non è che un adattamento della figura del *trust* normale agli affari». E v. R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 41, che individua la differenza sostanziale tra il contratto di *trust* originario e il *business trust* nel «potere conferito ai possessori dei certificati di partecipazione emessi dai *business trust* di determinare i limiti ed esercitare il controllo dell'attività di gestione dei *trustees*».

<sup>18</sup> R. ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., p. 41.

<sup>19</sup> E infatti, alla *Section 16 (b)*, l'*Investment Companies Act* statunitense del 1940 lo definiva significativamente *common-law investment trust*.

<sup>20</sup> Cfr., tra gli altri, R. CORRADO, *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1963, I, p. 383.

<sup>21</sup> Cfr. A. NIGRO, voce *Investment trust*, in *Enc. dir.*, XXII, Milano, 1972, in cui l'A. osserva che, almeno di regola, l'investimento in fondi comuni deve garantire al partecipante la possibilità di rimborso diretto: tuttavia, se nel modello contrattuale tale meccanismo poteva essere realizzato in vario modo secondo le pattuizioni previste dal regolamento del fondo, nel modello statutario la sua attuazione dipendeva necessariamente, come sottolineato nel testo, dalla disciplina del capitale sociale vigente nel sistema di riferimento.

dunque opportuno fornire una nozione del fondo comune di investimento o *investment trust*, inteso come l'organismo che opera professionalmente, in regime di autonomia patrimoniale, secondo criteri di investimento improntati alla diversificazione del rischio e, quindi, irraggiungibili dai piccoli risparmiatori <sup>22</sup>.

Occorre chiarire, in conclusione, come lo sviluppo dell'*investment trust* si inserì in un più ampio processo di elaborazione di nuove forme giuridiche di finanziamento all'impresa, e in particolare di capitale di rischio, a sua volta reso necessario dalla dilatazione del fenomeno della società per azioni, che aveva messo in evidenza come, in realtà, il piccolo risparmiatore si atteggiava a mero fornitore di capitale, interessato esclusivamente alla redditività dell'investimento, e non a rendersi compartecipe della gestione dell'impresa <sup>23</sup>. In altre parole, la progressiva evoluzione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari appare come una tappa, ovvero uno degli esiti, della diffusa consapevolezza circa la composizione della moderna società per azioni, in cui si era venuta a creare una dissociazione fra proprietà e controllo, fra rischio d'impresa e potere <sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> Tale è la definizione di B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 10 ss., che valeva a distinguere i fondi comuni dalla *holding*, da intendere quale società che investe in tutto o in parte il proprio patrimonio in partecipazioni di altre società, allo scopo di esercitarne il controllo. Sul punto, cfr. anche P. GUERRA, *Le società di partecipazione*, Milano, 1957, *passim*.

<sup>23</sup> Al riguardo, v. le osservazioni di A. NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare. Struttura e natura giuridica*, Milano, 1970, pp. 12 ss., già edito in versione ridotta in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969, pp. 1522 ss., che sottolinea, da un lato, come l'azionista non abbia generalmente interesse e non sia comunque in grado di esercitare i poteri connessi alla sua partecipazione, e dall'altro lato, come alla «responsabilità dell'impresa, sia pure limitatamente al conferimento, non si consegue né un'efficace protezione dai rischi economici che vi sono connessi, né un'effettiva stabilizzazione del reddito (dividendi) su livelli costanti e soddisfacenti [...] Tutto ciò contribuisce a rendere obiettivamente difficile l'opera di rastrellamento dei capitali direttamente da parte delle imprese produttive, attraverso lo strumento societario»: così NIGRO, *op. cit.*, p. 14 s.

<sup>24</sup> Così A. NIGRO, *I fondi comuni.*, cit., pp. 12 ss., ove numerosi riferimenti bibliografici. Come è noto, la paternità della tesi della dissociazione fra proprietà e controllo nell'impresa è convenzionalmente attribuita a A. BERLE - G. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932, *passim*, poi ripresa e sviluppata dalla dottrina italiana: cfr., T. ASCARELLI, *Proprietà e controllo della ricchezza*, in ID., *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952, pp. 294 ss.; G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35 ss.; L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia della impresa*, *ivi*, 1958, pp. 691 ss. Tuttavia, lo stesso Nigro osservava come della segnalata tendenza evolutiva fosse già da tempo consapevole il mondo commerciale e finanziario. Al riguardo, appare opportuno rinviare a W. RATHENAU, *Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlin, 1917, il quale, come noto, sottolineava come gli azionisti fossero ormai divenuti dei meri fornitori di capitale, elevando la società a istituzione dotata di una propria autonoma rilevanza per l'ordinamento, come elemento dell'economia collettiva indipendente dall'interesse privato dei soci. Per una recente rilettura del pensiero di Rathenau, anche alla luce del dibattito sulla responsabilità sociale dell'impresa, cfr. il contributo di H. FLEISCHER, *Walther Rathenau: Vom Aktienwesen – Eine geschäftliche Betrachtung (1917)*, in *JZ*, 2017, pp. 991 ss., edito in occasione del centenario della pubblicazione dello scritto citato.

## 2. Lo sviluppo dei fondi comuni di investimento negli ordinamenti continentali

Per quanto attiene agli ordinamenti europei continentali, un ruolo propulsivo nella diffusione del modello contrattuale di *investment trust* è stato svolto dalla Svizzera, che ne ha recepito le caratteristiche, traducendolo secondo gli schemi concettuali del diritto romano-germanico<sup>25</sup>.

In particolare, la *Société Internationale de Placement* (S.I.P.), fondata a Basilea nel 1930 su iniziativa di alcuni istituti bancari privati, poi seguita da altre iniziative analoghe<sup>26</sup>, costituì diversi fondi comuni, laddove i titoli in essi compendati erano considerati, ai sensi dei regolamenti contrattuali, comproprietà degli investitori, mentre la S.I.P. avrebbe operato, in quanto titolare della *Direction du Fonds*, in qualità di rappresentante comune degli investitori-comproprietari<sup>27</sup>. Il successo del modello contrattuale elaborato dalla prassi finanziaria svizzera, pur con le serie conseguenze che avrebbe in seguito generato a livello di inquadramento concettuale, fu peraltro notevole, specie a confronto con le esperienze tedesca e francese, ove negli anni Venti del Novecento si erano invece adottate le diverse formule societaria o associativa, le quali, nel tentativo di replicare lo schema dello *statutory investment trust*, risultarono

---

<sup>25</sup> Vedi infatti le osservazioni di T. ASCARELLI, *Investment*, cit., p. 178, e P. VALSECCHI, *L'investment trust svizzero*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 380 s., i quali criticavano all'Argenziano l'omissione dell'esperienza svizzera, tanto importante per l'osservatore italiano in quanto aveva «dato vita, nel volger di pochi anni, ad un fenomeno economico di imponenti proporzioni, contribuendo con una originale elaborazione ad un processo di adattamento dell'istituto del *trust* in ambiente di diritto romanistico»: così P. VALSECCHI, *op. loc. cit.* Cfr. anche B. LIBONATI, *Società*, cit., p. 295.

<sup>26</sup> Sulla falsariga della *Société Internationale de Placement*, nel 1938, a Zurigo, venne fondata la *Aktiengesellschaft für Verwaltung von Investment-Trusts*, e inoltre la formula svizzera si diffuse anche in Olanda negli anni '30, ove peraltro la facilità di ripartizione geografica degli investimenti, in considerazione dei domini coloniali olandesi in Estremo Oriente, offriva ampie possibilità: cfr. B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 473.

<sup>27</sup> Cfr. il *Règlement de gestion* del fondo *USSEC - Fonds de placement pour valeurs américaines*, edito in *Banca borsa tit. cred.*, 1954, I, pp. 182 ss., in calce al citato contributo dell'Ascarelli. Ivi si legge, innanzitutto, all'art. 1, lett. a), che *les droits suivants sont incorporés aux certificats "USSEC" Fonds de placement pour valeurs américaines en faveur des porteurs: [...] les droits de co-propriété à l'avoir du Fonds, proportionnels à un nombre variable de parts (dénommées "parts de co-propriété"), ceci au sens de l'article 646 du Code Civil Suisse*. Inoltre, ai sensi dell'art. 15 del *Règlement*, *la Direction du Fonds dispose de toutes les compétences pour le placement et le remploi des actifs du Fonds. Elle exerce la fonction de représentant contractuel commun des co-propriétaires, en particulier conformément à l'article 690, alinéa 1, du Code Suisse des Obligations*.

inadatte <sup>28</sup>. Dopo ulteriori tentativi più o meno proficui <sup>29</sup>, la Germania e la Francia disciplinarono il fenomeno con appositi interventi normativi.

La *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften* del 16 aprile 1957 prevedeva, in estrema sintesi, la facoltà rimessa a una società di gestione (*Kapitalanlagegesellschaft*) di costituire uno o più patrimoni autonomi (*Sondervermögen*), ove, secondo una soluzione alternativa, il fondo avrebbe potuto essere in comproprietà degli investitori ovvero in proprietà fiduciaria della società di gestione, con la precisazione che il patrimonio del fondo dovesse comunque essere tenuto separato da quello della società di gestione <sup>30</sup>. Si profilava così già allora una peculiare caratteristica della legislazione tedesca, che avrebbe a sua volta decisamente influenzato il dibattito dottrinale italiano sui fondi comuni d'investimento, ossia la contrapposizione tra *Miteigentumslösung* e *Treuhandlösung*; contrapposizione, come si approfondirà in seguito, più nominalistica che sostanziale, più definitoria che effettivamente influente dal punto di vista normativo, ma che presentava un'allettante linearità per il giurista di *civil law*, in quanto fondata sulla alternativa impostazione del fondo come patrimonio in comproprietà degli investitori ovvero in proprietà (fiduciaria) della società di gestione.

In Francia, invece, la scarsa incisività dell'*Ordonnance* n. 45.2710 del 1945, la cui emanazione aveva in realtà finalità diverse dalla regolamentazione dei fondi comuni d'investimento, che venne realizzata solo in via incidentale <sup>31</sup>, spinse il legislatore a intervenire nuovamente nel 1957, da un lato riproponendo la soluzione contrattuale svizzera, dall'altro elaborando un'originale soluzione 'statutaria', con

---

<sup>28</sup> V. sul punto B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 473 s., il quale riporta che in Germania e in Francia all'inizio vi furono «solo tentativi non felici: nel 1923 sorse a Berlino il *Deutsche Kapitalverein*, e nel 1926, a Monaco, la *Commercial Investment Trust AG* e la *Bayerisch Investment Trust AG*; e in Francia sorsero, nel 1925, l'*Union Trust* e la *Compagnie Française de Placement*, nel 1929, la *Société Financière de l'Est*. Tutti questi istituti ebbero infatti vita effimera: erano costituiti sotto forma di società per azioni (tranne il *Deutsche Kapitalverein*, costituito sotto forma di associazione), e la formula associativa mal si adattava a risolvere i problemi che si presentavano, prescindendo poi dalle difficoltà fiscali cui gli istituti in questioni andavano incontro».

<sup>29</sup> Per i quali si rinvia ancora a B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 474.

<sup>30</sup> Così il § 6, *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften: Das Sondervermögen ist von dem eigenen Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt zu halten*.

<sup>31</sup> Cfr. B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 661, ove si legge che l'*ordonnance* del 1945 avrebbe dovuto regolare la *société nationale d'investissement*, «il cui scopo era di reimmettere nel mercato l'imponente complesso di partecipazioni che si trovavano nel portafoglio dello stato, e perseguendo quindi obiettivi ben diversi da quelli propri dell'*investment trust*», mentre un obiettivo analogo a quello realizzato grazie all'*investment trust* di diritto anglosassone avrebbero dovuto perseguire le *société d'investissement* private, disciplinate dal secondo titolo della stessa ordinanza.

l'istituzione delle società a capitale variabile, consentendo agli azionisti il rimborso *ad nutum* del loro investimento dietro l'acquisto delle loro azioni da parte della società stessa, con esclusione della normale disciplina in tema di modificazioni del capitale sociale e di attribuzione del diritto di opzione a favore degli altri azionisti <sup>32</sup>.

### 3. *Le tesi del fondo come comunione degli investitori ovvero come oggetto di proprietà della società di gestione*

A fronte del progressivo diffondersi, in seno agli ordinamenti europei continentali, di organismi variamente ispirati all'*investment trust* di diritto anglosassone, secondo il relativo modello contrattuale ovvero statutario, parte della dottrina italiana degli anni Cinquanta del secolo scorso si interrogò sulle sue possibili modalità di recepimento, muovendo dal presupposto della inopportunità di affidare alle società a capitale variabile l'attuazione del servizio di gestione collettiva <sup>33</sup>, e, in generale, di ricorrere allo strumento societario, sconsigliato anche dall'infecunda

---

<sup>32</sup> V. ancora B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 661 ss.; ID., *L'investment trust in Francia*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 1042 ss.; il quale precisava ulteriormente la particolare disciplina del capitale sociale e per la valutazione delle azioni in funzione del loro continuo riacquisto da parte della società. Tale disciplina era composta, innanzitutto, dalla previsione di un elevato capitale sociale iniziale, pari a 750 milioni di franchi, al di sotto del quale non sarebbe stato possibile procedere al riacquisto di azioni e, in secondo luogo, dallo speculare obbligo di integrale liberazione del capitale ai fini del perfezionamento dell'*iter* costitutivo della società.

<sup>33</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Società*, cit., p. 179, per il quale la separazione formale, propria della soluzione c.d. contrattuale, tra fondo comune e patrimonio del gestore, oltre alla più volte rilevata necessità di evitare le relative confusioni, doveva servire anche a evitare la replica, con l'introduzione dello *statutory investment trust*, del meccanismo endosocietario basato sulla contrapposizione tra azionisti interessati a percepire una rendita e disinteressati alla gestione e azionisti di controllo: e infatti l'A. osserva che «in sostanza l'*investment trust* può servire a distinguere giuridicamente il gruppo di controllo della società da quanti affidano il risparmio, organizzando questi collettivamente come comproprietari delle azioni e perciò permettendone una tutela, ciò che appunto si raggiunge sostituendo, per risparmiatore, alla proprietà dell'azione la comproprietà del pacchetto, disciplinando una rappresentanza collettiva attraverso l'*investment trust*... che ovviamente non deve però tornare a coincidere con i gruppi del controllo delle società nelle cui azioni vengono investiti i fondi... che altrimenti si cade dalla... padella nella brace». In senso analogo B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 664, che osservava ulteriormente come il gruppo di controllo della società di investimento potesse trovare opportuno non gestire il fondo nel solo interesse degli investitori, i quali non avrebbero avuto adeguati strumenti di reazione: «i diretti interessati, i soci-investitori, non possono infatti agire ciascuno per proprio conto, così come invece nell'*investment trust* in senso stretto, perché vincolati dalla disciplina delle società». Cfr. anche P. VALSECCHI, *L'investment*, cit., p. 381, il quale rileva che la necessaria variabilità del capitale, ritenuta un elemento connaturale all'*investment trust*, aveva rappresentato un ostacolo insormontabile alla sua diffusione pratica, prima ancora che alla sua introduzione normativa, in Italia, ove pure si era assistito ad alcune sue apparizioni in forma spuria. Il riferimento è, in particolare, a  *Invest S.p.a., Sviluppo e gestione investimenti mobiliari*, la quale, secondo l'A., non era altro che una comune società per azioni, ovvero alla  *Compagnia finanziaria investimenti azionari (Cofina)*, anch'essa sostanzialmente diversa, benché più affine, dal *contractual investment trust*.

esperienza francese <sup>34</sup>, e dunque nel tentativo di ricercare altri istituti tipici capaci di riprodurre la tecnica giuridica del *contractual investment trust*. Anche se vi fu chi propose, in una prospettiva di recepimento del modello statutario, di introdurre un'originale impresa di investimenti mobiliari nella forma della società cooperativa <sup>35</sup>, e, ancora, chi propose l'inquadramento dei fondi comuni entro lo schema della associazione in partecipazione <sup>36</sup>. Peraltro, occorre appena sottolineare come la tendenza a ricondurre entro schemi tipici figure atipiche sia un'operazione interpretativa del tutto fisiologica, e anzi necessaria, resa in questo caso tanto più impellente, e particolarmente impegnativa, in considerazione della novità del fenomeno considerato, e della sostanziale estraneità, all'ordinamento giuridico italiano, del modello di riferimento <sup>37</sup>.

Ne consegue che, anche grazie all'esempio fornito dall'ordinamento svizzero e da quello tedesco, la prima dottrina italiana rivolse i suoi sforzi alla concettualizzazione del fondo comune di investimento entro lo schema della comunione, di cui sarebbero stati parte i sottoscrittori, a loro volta legati da un rapporto di mandato senza rappresentanza con la società di gestione e con la banca depositaria <sup>38</sup>.

---

<sup>34</sup> Vedi A. NIGRO, *I fondi*, cit., p. 27, ove riporta che in Francia, nonostante la legge del 1957 ne disciplinasse la costituzione, i fondi, nella loro forma statutaria, non avevano ancora trovato applicazione.

<sup>35</sup> Cfr. R. ARGENZIANO, *L'investment*, cit., pp. 166 ss., e R. CORRADO, *L'investment*, cit., p. 389, ove si legge che «quando la dottrina abbia correttamente esclusa la idoneità della società cooperativa, quale è disciplinata dalle nostre leggi, a dar vita ad un investment trust [...] non ha ancora dimostrato che la società cooperativa non possa dar forma, nel nostro ordinamento, ad una impresa di investimenti mobiliari con caratteristiche del tutto originali»; LOVATO, *La società di gestione di investimenti mobiliari (Investment company)*, in *Riv. not.*, 1953, p. 613.

Per una critica alla tesi anzidetta, v., per tutti, G. E. COLOMBO, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, pp. 249 ss., in part. pp. 256 ss., il quale oltre alle incongruenze con la disciplina della società cooperativa, sottolineò, soprattutto, che l'attività dell'*investment trust* non potesse farsi rientrare tra quelle compiute con finalità mutualistica.

<sup>36</sup> Cfr. G. DE MARCHI, *L'impresa di investimento mobiliare (Investment Trust)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 444 ss., ma v. *contra* R. CORRADO, *L'investment*, cit., p. 387 s., il quale già sottolineava l'errore di metodo consistente nel tentativo di tradurre il *trust* e l'autonomia patrimoniale da esso realizzata con istituti di *civil law*, osservando, rispetto all'associazione in partecipazione, che l'associante è un imprenditore che persegue una sua attività produttiva finanziata dagli associati, mentre il *trustee* è un gestore fiduciario di beni altrui.

<sup>37</sup> In questo senso, v. P. G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, pp. 1113 ss., spec. p. 1118, ove l'A. sottolinea quanto fosse impegnativa un'indagine *de lege ferenda*, perché «qui oggetto della ricerca è una *forma giuridica nuova*, priva di precedenti nel nostro diritto, e che quindi deve essere collocata nel sistema, attraverso l'individuazione delle caratteristiche fondamentali di essa» (enfasi aggiunta).

<sup>38</sup> In questo senso B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 497 ss.

In questa prospettiva, di emancipazione del fondo comune dall'istituto della società, infatti, poiché il *trust* attua il trasferimento integrale dei poteri di amministrazione a un gestore, senza facoltà di intromissione del trasferente, è pur vero che esso realizzerebbe un risultato analogo a quello delle società di capitali, in cui gli amministratori gestiscono e gli azionisti si limitano a percepire una rendita, rappresentata dall'utile<sup>39</sup>. Tuttavia, nella società i beni sociali vengono gestiti unitariamente nell'esercizio di una determinata attività economica, beni che, attraverso il filtro della personalità giuridica, si riferiscono pur sempre ai singoli, i quali anzi li hanno volontariamente destinati a sottostare a una determinata disciplina<sup>40</sup>. Con la società si crea un nuovo soggetto di diritto, laddove il *trust* fa invece a meno della sua rigida regolamentazione, caratterizzandosi per l'assenza di personalità giuridica, ma, soprattutto, nella società «sussiste uno scopo comune fra le parti che invece manca nell'*investment trust*, sia nei confronti di investitore e investitore, sia, e in primo luogo, nei confronti di investitore e gestore», sicché nel *trust* manca l'elemento «su cui si fonda la valutazione del fenomeno associativo in funzione della disciplina prevista dal codice; per l'appunto, lo scopo comune delle parti»<sup>41</sup>, il che potrebbe però indurre ad affermare la sussistenza di una comunione di scopo tra gli investitori<sup>42</sup>. Nondimeno, l'investitore, proprietario di una quota del fondo, rispetto al quale non si frappone lo schermo della società-persona giuridica, si troverebbe in una condizione di contitolarità delle azioni che compongono il fondo non perché mosso dall'intento di esercitare una comune attività con i partecipanti, ma in conseguenza delle politiche di investimento adottate dal gestore. Fra gli investitori, pertanto, non intercorrerebbe alcun rapporto negoziale, né essi sarebbero accomunati da alcuno

---

<sup>39</sup> B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 499, ove si legge che il *trust agreement* equivarrebbe funzionalmente all'atto costitutivo di società.

<sup>40</sup> Sotto questo aspetto, appare evidente l'influenza, sul pensiero del Libonati, dell'approccio normativista in tema di personalità giuridica sostenuto da T. ASCARELLI,  *Personalità giuridica e problemi della società*, in  *Riv. soc.*, 1957, pp. 921 ss., uno dei diversi scritti in cui l'illustre Autore sostiene, in continuità col pensiero di Kelsen, una lettura del concetto di persona giuridica come sintesi di una determinata disciplina giuridica. Sulla esplicita adesione di L. alla impostazione prospettata, v. B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 222, p. 245.

<sup>41</sup> Così testualmente B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 504. Come si approfondirà oltre nel testo, sostiene la tesi opposta A. NIGRO,  *I fondi*, cit., pp. 90 ss., il quale argomenta il carattere associativo dei fondi comuni d'investimento.

<sup>42</sup> Cfr. ancora B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 512.

scopo di lucro o di godimento: viceversa, il fondo sarebbe in *comproprietà incidentale* degli investitori <sup>43</sup>.

Peraltro, la tesi del fondo come patrimonio in comproprietà dei partecipanti doveva necessariamente risultare integrata dalla qualificazione del rapporto sussistente tra investitori e gestore nei termini di mandato senza rappresentanza <sup>44</sup>. Invero, lo schema del mandato senza rappresentanza, conferito da ciascun investitore alla società di gestione e alla banca depositaria, avrebbe consentito di conservare agli investitori la proprietà dei titoli oggetto del fondo, realizzando una trasmissione automatica di diritti da terzo a mandante, in virtù del fatto che il mandatario agisce per il soddisfacimento di un interesse alieno: tutta la disciplina legale del mandato è, infatti, diretta a rendere il rapporto interno tra mandante e mandatario rilevante nei rapporti che quest'ultimo allaccia con i terzi <sup>45</sup>, laddove tale effetto si chiarisce alla luce della contrapposizione tra il concetto di *legittimazione*, imputabile al mandatario, e quello di *titolarità* del diritto, imputabile al mandante <sup>46</sup>.

Tuttavia, è significativo come la stessa dottrina, che propose la descritta qualificazione giuridica dei fondi comuni d'investimento, fosse consapevole dei limiti della propria costruzione, laddove essa concluse per l'incompatibilità della disciplina del mandato con lo schema del *trust*, che deriva dal fatto che nulla vieterebbe ai mandanti-investitori, in teoria, di operare direttamente, e in particolare di alienare i

---

<sup>43</sup> B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 513. Per completezza, si osserva che un altro Autore favorevole alla tesi della comproprietà riteneva che essa integrasse una comunione di godimento, in quanto costituita e mantenuta al solo scopo di godimento, non trattandosi di impresa per l'assenza di uno scopo speculativo, laddove «impresa è invece l'attività di amministrazione della società gerente»: così G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1195 ss.

<sup>44</sup> B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 567 ss.

<sup>45</sup> È tuttora discusso se la rilevanza del rapporto tra mandatario e terzo abbia efficacia reale ovvero obbligatoria: secondo l'orientamento all'epoca dominante, almeno rispetto all'acquisto di beni mobili da parte del mandatario, l'art. 1706, comma 1, c.c. impone di considerare il mandato senza rappresentanza come un negozio con efficacia traslativa diretta, e non meramente obbligatoria. In questo senso, v. tra gli altri G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Torino, 1952, pp. 102 ss.; S. PUGLIATTI, *La rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 825; A. VENDITTI, *Appunti sul mandato*, Napoli, 1966. Ma vedi, in senso contrario, C. SANTAGATA, *Del mandato. Disposizioni generali, Art. 1703-1709*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja-G. Branca, Bologna-Roma, 1985, in part. pp. 369 ss. Cfr. anche R. SACCO, *Principio consensualistico ed effetti del mandato*, in *Foro it.*, 1966, I, p. 1389.

<sup>46</sup> Cfr. sul punto B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 596 ss.



titoli acquistati, sostituendosi così al gestore, concludendo che quest'ultimo non sarebbe un mandatario, ma un mero prestatore d'opera <sup>47</sup>.

Altra parte della dottrina, in alternativa alla tesi del fondo come comunione incidentale, propose la qualificazione del fondo nei termini di patrimonio di proprietà della società di gestione. In particolare, analizzando criticamente la tesi della comunione, essa rilevò, da un lato, l'inapplicabilità della disciplina del mandato all'ipotesi dell'acquisto di valori mobiliari per conto terzi <sup>48</sup>, e, dall'altro lato, l'insanabile contrasto tra la posizione dell'investitore in fondi comuni e quella del comunista <sup>49</sup>. In quest'ottica, la dottrina richiamata osservò come le difficoltà nella ricostruzione della qualificazione giuridica dei fondi comuni erano dovute nella sua derivazione dal *trust* anglosassone, «essendo infatti impossibile una duplice proprietà sul fondo non si vedono altre soluzioni che quella rappresentata dal dilemma: proprietà della società di gestione – comproprietà dei sottoscrittori» <sup>50</sup>. A fronte di tale alternativa, e del dato emergente dal progetto di legge all'epoca in divenire, essa giunse infine a ritenere preferibile la tesi che ravvisava la proprietà del fondo comune in capo alla società di gestione, essenzialmente per via negativa, ossia dalla negazione della

---

<sup>47</sup> Così B. LIBONATI, *op. cit.*, p. 623 s., il quale osservava così che nell'*investment trust* si avrebbero apparentemente due mandatarî, la banca depositaria e la società di gestione, mentre, per le considerazioni riportate nel testo, mandataria sarebbe in realtà solo la banca, essendo oltretutto l'unica legittimata, acquistando i titoli in proprio nome ma per conto degli investitori; le azioni essendo nominative sono intestate alla banca che nei confronti dei terzi vale come titolare e esercita tutti i diritti del socio ricompresi nel contratto di mandato.

<sup>48</sup> In questo senso G. E. COLOMBO, *L'introduzione*, cit., pp. 271 ss., il quale osservò come la qualificazione del mandato senza rappresentanza come negozio traslativo imponesse l'applicazione delle norme di cui agli artt. 1376 e 1378 c.c., che prevedono che il mandante possa conseguire la proprietà delle cose acquistate per suo conto dal mandatario solo qualora si tratti di cose determinate, e non anche di cose generiche. Orbene, poiché, nella situazione considerata, il mandato avrebbe ad oggetto l'acquisto di "titoli", esso «non può quindi avere, nella nostra ipotesi, efficacia traslativa: perciò non fa acquistare al mandante né una proprietà né una comproprietà». Così, secondo l'A., la costruzione che ravvisa nel fondo una comunione incidentale degli investitori non avrebbe condotto a quella separazione di patrimoni cui pure mirava. Dall'altro lato, lo schema di disegno di legge per la riforma delle società del 1966 prevedeva, all'art. 72, comma 2, che i fondi comuni «non costituiscono patrimoni separati da quelli delle società gerenti», che avrebbe reso i fondi insensibili alle obbligazioni assunte dalla società di gestione per cause diverse dalla gestione stessa.

<sup>49</sup> Sul punto, v. *infra*, § 5.

<sup>50</sup> Così G. E. COLOMBO, *op. cit.*, p. 281. Oltre ai vari Autori italiani citati, per una recente nuova valorizzazione della derivazione dal *trust* anglosassone del modello contrattuale nella gestione collettiva del risparmio v. il *Dissertationsschrift* di J. KLETT, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, Berlin, 2016, *passim*. *Contra* R. LENER, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, pp. 1050 ss.

tesi della comunione, e dall'esclusione dell'esistenza di un'altra persona giuridica cui eventualmente imputarla <sup>51</sup>.

#### 4. *Limiti della impostazione metodologica fondata sul paradigma della proprietà*

Il limitato oggetto della presente indagine consente di prescindere dall'approfondimento di un tema complesso come quello del rapporto tra il *trust* e il principio di tipicità dei diritti reali <sup>52</sup>. Cionondimeno, appare indubbio che la dottrina successiva, nel momento in cui ebbe rilevato l'influenza esercitata dal *trust* nelle soluzioni accolte negli altri ordinamenti continentali e, soprattutto, nella relativa ricostruzione dogmatica, avesse colto nel segno.

Invero, nel trarre momentaneamente le somme dalla rassegna tracciata finora, negli ordinamenti di tradizione romanistica appare possibile individuare una precisa e comune tendenza evolutiva, largamente influenzata dalla regolamentazione operata in materia secondo gli schemi concettuali del diritto anglosassone. Tale tendenza consistette nel tentativo di replicare, secondo un approccio metodologico tipicamente concettualistico, la struttura, e non tanto la funzione, del *trust*, ricorrendo a istituti appartenenti alla tradizione giuridica europea continentale <sup>53</sup>. Tuttavia, se oggi la

---

<sup>51</sup> G. E. COLOMBO, *op. cit.*, p. 286.

<sup>52</sup> In una prospettiva di revisione del dogma della tipicità dei diritti reali, cfr. R. NICOLÒ, voce *Diritto civile*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 907; M. GIORGIANNI, voce *Diritti reali (Diritto civile)*, in *Nov. Dig. it.*, Torino, 1960, p. 752; A. GAMBARO, voce *Diritti reali (diritto internazionale e comparato)*, in *Enc. dir., Annali*, 1, Milano, 2007, pp. 473 ss.; ID., *La proprietà. Beni, proprietà, possesso*, Milano, 2017, pp. 150 ss., per il quale il *numerus clausus* dei diritti reali, concepito allo scopo di impedire eccessive frammentazioni della proprietà individuale, pilastro dell'ordine economico sostenuto dalle codificazioni ottocentesche, si è indebolito nell'ambito del più vasto processo di crisi che ha investito la categoria dei diritti reali, in conseguenza del quale «il principio del numero chiuso dei diritti reali non è più in grado di giustificare la nullità di atti di disposizione, ma solo di giustificare una selezione degli effetti che si possono riconoscere a quelli che tendono a creare un diritto reale atipico. Selezione che, nella maggior parte dei casi, opererà nel senso di escludere la creazione di una posizione di appartenenza, per ripiegare sulla istituzione di un rapporto obbligatorio tra le parti del negozio»: così ID., *op. cit.*, p. 504.

<sup>53</sup> Cfr. R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, pp. 269 ss.; P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1128; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1152, il quale osservava che i riferimenti alla comunione non fossero nient'altro che un residuo concettualistico sfornito di portata normativa: nonostante la lettera dell'art. 3 del *Disegno di legge sulla disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare* del 26 settembre 1969 (edito in *Riv. soc.*, 1969, pp. 999 ss.) dicesse che il fondo è un patrimonio comune dei partecipanti, secondo l'A., poiché per espressa disposizione del comma secondo «le norme del codice civile sulla comunione non si applicano al fondo d'investimento mobiliare e poiché non esistono altre

configurabilità del *trust* nel nostro ordinamento giuridico è fuori discussione <sup>54</sup>, appare fondata la constatazione per la quale la dottrina di *civil law*, in conseguenza della impostazione metodologica adottata, si era trovata stretta nella morta gora rappresentata dall'alternativa tra il fondo comune inteso come patrimonio in comproprietà dei partecipanti, ovvero quale patrimonio di proprietà della società di gestione <sup>55</sup>.

I punti critici dell'approccio metodologico segnalato appaiono, peraltro, sotto un duplice aspetto. In primo luogo, esso era improntato alla ricerca di istituti capaci di replicare l'impianto strutturale del *trust* anglosassone, fondato, come noto, sulla peculiare duplicità d'ordinamenti presente nel diritto inglese <sup>56</sup>, e all'epoca di difficile

---

norme, nel disegno di legge, che presuppongono il concetto di comunione, non ci sembra azzardata la proposta di leggere il secondo comma dell'art. 3 come se non esistessero le parole che abbiamo riprodotto in corsivo. Si vedrà allora che la portata normativa della disposizione consiste nello stabilire che il fondo è patrimonio distinto dai patrimoni della società e dei partecipanti e dotato di autonomia rispetto ai creditori individuali sia della società sia dei partecipanti».

<sup>54</sup> È noto come già Gierke avesse definito l'istituto del *trust* 'incomprensibile' per il giurista europeo continentale (e v. peraltro in termini simili, con riferimento alla intestazione fiduciaria di conto corrente, K. SCHMIDT, *Das Rätsel Treuhandkonto – Gedanken über Unmittelbarkeit, Mittelherkunft, und Offenkundigkeit als Kriterien der Verwaltungstreuhand*, in *Norm und Wirkung - Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag*, Bern-München, 2005, p. 933 ss.). Ma v. anche, sulla XV Convenzione dell'Aja, che ha sancito il riconoscimento degli effetti giuridici del *trust* anche nei paesi di *civil law*, A. GAMBARO, *La proprietà*, cit., pp. 156 ss.; A. REALI, *La fiducia e il trust*, in *Lezioni di diritto civile*, a cura di A. Gambaro-U. Morello, Milano, 2013, pp. 479 ss.

Per una critica alla tesi (autorevolmente sostenuta da A. GAMBARO, *Il trust in Italia e in Francia*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco. La comparazione giuridica alle soglie del terzo millennio*, I, a cura di P. Cendon, Milano, 1994, pp. 495 ss.) che ravvisa nella diffusione del *trust* anche fuori dagli ordinamenti di provenienza un esempio di efficiente circolazione di modelli giuridici, anzi in una più generale e radicale revisione critica della stessa idea di 'circolazione efficiente dei modelli giuridici', v. U. MATTEI, *A Theory of Imperial Law. A Study on U.S. Hegemony and the Latin Resistance*, in *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 2003, Vol. 10, Art. 14, pp. 383 ss.; ID., voce *Circolazione dei modelli giuridici*, in *Enc. dir.*, Annali, I, Milano, 2007, pp. 178 ss.

<sup>55</sup> Cfr. R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 262. In senso analogo P.G. JAEGER *Sui fondi*, cit., pp. 1133 ss.; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione*, cit., p. 1154.

<sup>56</sup> Cfr. R. FRANCESCHELLI, *Il trust*, cit., pp. 23 ss.; R. DAVID-C. JAUFFRET-SPINOSI, *I grandi sistemi giuridici contemporanei* <sup>5</sup>, ed. it., a cura di R. Sacco, Padova, 2004, pp. 262 ss.; A. GAMBARO-R. SACCO, *Sistemi giuridici comparati*, in *Trattato di diritto comparato*, diretto da R. Sacco, Torino, 2018, pp. 47 ss.

Come è noto, l'evoluzione del diritto inglese ha una forte connotazione storica. Malgrado la lunga dominazione romana, nell'isola britannica il diritto romano non è penetrato come negli altri territori occidentali dell'impero, mentre in seguito alle invasioni dei popoli scandinavi si affermò un diritto di tipo consuetudinario. Una svolta cruciale, dal punto di vista della storia del diritto, si ebbe con l'invasione di Guglielmo di Normandia nel 1066. Invero, fu a partire da questo momento che si affermò quella struttura feudale che avrebbe caratterizzato tutta la storia inglese successiva. Dopo la conquista normanna, infatti, le terre furono confiscate e attribuite al Re per diritto di conquista, il quale le redistribuì, a titolo di *tenures*, ai baroni che gli si dichiararono fedeli, il cui possesso originario ebbe quindi titolo in una concessione regia diretta. Questi ultimi, a loro volta, poterono redistribuirne porzioni ad altri *tenants* loro sottoposti, la cui posizione giuridicamente tutelata trovava dunque la propria fonte, sia pure indiretta e mediata, nella concessione del Re.

recepimento nel diritto italiano. Peraltro, nel diritto inglese, la figura del *tenant in chief*, pur titolare di pretese giuridicamente qualificate, ma presentandosi, almeno in origine, più come un concessionario che come un proprietario in senso quiritario<sup>57</sup>, appare difficilmente riconducibile entro lo schema dominicale romanistico, dotato di una forte connotazione soggettiva, in cui il *dominus* intrattiene un rapporto diretto con la *res* oggetto del suo diritto.

In secondo luogo, a prescindere dal modello di riferimento, la stessa rievocazione del diritto di proprietà quale diritto soggettivo archetipico, appare impropria e generalizzante, giustificata al più da comprensibili esigenze di semplificazione del fenomeno osservato, e che sembra riconducibile, nella prospettiva di una costruzione ‘a soggetto’ dell’ordinamento<sup>58</sup>, ad un più generale processo di progressiva erosione del contenuto del diritto reale di proprietà, che considera sufficiente, al fine del ricorso allo schema proprietario, l’individuazione di un ‘bene’ economicamente valutabile che possa formarne l’oggetto<sup>59</sup>. Tale equivoco, alimentato

---

Parallelamente, si può dire che l’affermazione del diritto giurisprudenziale è in una certa misura conseguenza del centralismo regio dei primi secoli della storia d’Inghilterra, nel senso che la stessa attività dei Tribunali era, in modo mediato, riferita al Re, unico depositario della facoltà di esercitare la giustizia. Ne deriva che il giurista inglese non conosceva la differenza tra diritto pubblico e privato, bipartizione fondamentale nei sistemi romanistici, poiché egli ragionava nell’ottica della soluzione delle controversie giudiziali, e non in quella del concettualismo romanistico. La bipartizione fondamentale consiste dunque nella distinzione tra *common law* ed *equity law*. La prima, più antica, si caratterizzava per un accentuato formalismo delle formule processuali cui era possibile fare ricorso, i c.d. *writs*. La loro eccessiva rigidità rese poi necessaria la parallela affermazione di un nuovo diritto, quello di *equity*, che storicamente si affermò come ricorso al Re, che poteva decidere non secondo stretto diritto, ma seguendo la morale o la coscienza.

<sup>57</sup> Cfr. ancora R. FRANCESCHELLI, *Il trust*, cit., p. 26 s., il quale osserva come i diritti dei vari *tenants* sulle *realties* fossero gerarchicamente ordinati in un sistema che faceva capo al Re, quale unico legittimato a esercitare il diritto di proprietà assoluto ed eminente, presentandosi così come posizioni giuridiche ‘minori’ rispetto ad esso, definite come *estates*: «in altre parole, mentre il termine *tenure*, in tutte le sue varianti, stava ad indicare la *qualità* del diritto che un determinato subbietto poteva avere sui beni reali, il termine *estate* stava ad indicare la *quantità* (con particolare riguardo non al contenuto, che è costante in tutti gli *estates*, ma alla durata) di tale diritto».

<sup>58</sup> Cfr. il noto scritto di R. ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto. Linee di una vicenda concettuale*, in *Jus*, 1960, pp. 149 ss. (edito anche in *Azione, diritti soggettivi, persone giuridiche. Scienza del diritto e storia*, Bologna, 1978). V. inoltre R. NICOLÒ, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1962, pp. 60 ss.; e G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d’impresa*, Milano, 1967, p. 35, ove l’A. affermava la necessità di abbandonare lo «schematismo concettuale, al quale siamo tradizionalmente legati, per cui quando esiste un bene deve pure esistere un soggetto che con tale bene sia in rapporto giuridico di proprietà».

<sup>59</sup> Cfr. A. GAMBARO, *La proprietà*, cit., pp. 148 ss. La concezione classica del diritto reale, essendo incentrata sul godimento diretto della cosa, non individua un tratto specifico e differenziante della relativa categoria, perché la medesima struttura si ravvisa anche nelle posizioni giuridiche che non hanno consistenza di diritto reale: «ciò spiega la ragione per cui da tale impostazione sia sortita la discussione infinita circa l’inclusione/esclusione dalla categoria dei diritti di godimento nascenti da rapporti locatizi e circa i confini della inclusione/esclusione dalla stessa dei diritti di privativa sui beni immateriali». L’A. individua dunque il principale fattore di crisi del diritto reale nella esaltazione del

dal dato comparistico <sup>60</sup>, e dai diversi progetti di legge italiani <sup>61</sup>, appare nel nostro caso tanto più evidente rispetto ad un complesso di beni formato da partecipazioni azionarie, la cui idoneità a fungere da termine passivo di un ipotetico diritto soggettivo appare già di per sé problematica. Ed invero, sembra indicativo che l'originaria soluzione svizzera, che ravvisava nel fondo un patrimonio in comunione tra i partecipanti, non sia stata sviluppata né in sede legislativa, né tantomeno in sede di elaborazione dottrinale, ma ad opera della prassi finanziaria, e dunque in un ambiente che non impone di tener conto delle rigidità e delle esigenze di coerenza concettuale proprie dell'interpretazione giuridica. In sintesi, l'imputazione della proprietà alla società di gestione appariva possibile solo a costo di una profonda distorsione di tale concetto, causata dalla diversità delle situazioni d'interesse riconducibili al proprietario ed alla società di gestione, alla quale parrebbe più proficuamente riconducibile una posizione di potere, come situazione d'interesse in cui il titolare esercita i relativi diritti non nell'interesse proprio, ma altrui <sup>62</sup>.

La dottrina contraria alla tesi della comproprietà, per quanto attiene alle conseguenze normative che sarebbero seguite all'accoglimento della tesi del fondo quale comunione dei partecipanti, argomentò, in primo luogo, che l'esclusione della responsabilità dei partecipanti per le obbligazioni contratte per conto del fondo, fosse

---

tratto del godimento diretto della cosa, crisi che è poi stata accentuata dalla teoria alternativa a quella classica, che «invita a generalizzare la struttura del rapporto obbligatorio in riferimento a tutte le posizioni giuridiche soggettive», ma che così facendo sminuisce il rilievo giuridico del bene oggetto del diritto, col risultato finale «che *il termine proprietà diviene sinonimo di titolarità di diritti* privo di capacità denotative del diritto designato» (enfasi aggiunta). V. poi quanto osservato, in termini ancor più generali, da F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Milano, 1978, p. 56, ove si legge che «una dottrina generale dell'oggetto di diritto non può formularsi, soprattutto per l'eterogeneità fra i vari possibili oggetti dei diritti».

<sup>60</sup> V. *supra* nel testo, § 3.

<sup>61</sup> Infatti, il successo dell'esperienza svizzera in particolare, spinse il legislatore, anche su istanza del mondo degli affari e della dottrina giuridica, a prendere in considerazione, nei diversi progetti di riforma del diritto delle società, l'introduzione dei fondi comuni d'investimento, che venne considerata come una possibile modalità di rivitalizzazione del debole mercato finanziario italiano (cfr. P. VALSECCHI, *L'investment*, cit., p. 380) ovvero, secondo alcuni, al fine della tutela delle minoranze azionarie: cfr. G. PIVATO, *I fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1966, pp. 61 ss., ove si sottolinea appunto il ruolo che i fondi avrebbero potuto assumere nei rapporti endosocietari, ossia quali centri di aggregazione dei piccoli azionisti.

<sup>62</sup> In questo senso, vedi R. COSTI, *La struttura*, cit., pp. 293 ss., il quale nota come il proprietario sia libero di esercitare i poteri 'amministrativi' del suo diritto come meglio crede, «libertà di esercizio che accompagna normalmente il riconoscimento di ogni diritto soggettivo» che vale a distinguerla dalla titolarità di una funzione, in cui «l'altruità dell'interesse perseguito impone vincoli e limiti precisi nell'esercizio dei relativi poteri». L'A. conduce successivamente un'analisi comparativa delle posizioni del proprietario e del titolare di una funzione alla luce del duplice contenuto del diritto di proprietà, cioè quale potere di godimento e di disposizione del bene.

rivolta a evitare l'inaccettabile confusione di patrimoni che proprio la disciplina della comproprietà, viceversa, avrebbe imposto<sup>63</sup>. Inoltre, un'ulteriore incongruenza tra le relative discipline era data dal fatto che lo scioglimento della comunione *ex art. 1111 c.c.* comunque non poteva applicarsi al fondo comune d'investimento, ove al partecipante non è consentito di ottenere la separazione in natura della quota parte dei beni componenti il fondo. In generale, i quotisti non hanno le stesse facoltà che competono ai condomini, non potendo godere direttamente della cosa comune ma vantando, al più, diritti di credito nei confronti del gestore<sup>64</sup>. Il richiamo delle norme sulla comunione era pertanto incompatibile con il funzionamento del fondo stesso, il che portò alla necessaria conclusione che il fondo non fosse sussumibile nella relativa fattispecie normativa, laddove il ricorso al termine 'comproprietà', dal punto di vista giuridico, era privo di rilevanza, esaurendosi nel rinvio ad un vuoto *nomen iuris*<sup>65</sup>.

Ad ogni modo, la tesi del fondo come patrimonio in comproprietà dei partecipanti, scontate le fisiologiche difficoltà di analisi dovute alla assoluta novità del fenomeno osservato, risulta però rivalutata alla luce dell'opinione di chi volle individuare nel fondo comune d'investimento una comunione di diritto speciale, le cui note peculiari fossero la limitazione di responsabilità alle somme versate dai partecipanti, il suo carattere di comunione forzosa, stante l'indivisibilità economica del bene, peraltro ammessa dalla stessa disciplina di diritto comune delle cose non

---

<sup>63</sup> Cfr. G. E. COLOMBO, *L'introduzione*, cit., p. 282; R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 272 s., il quale osservò che nella comunione *ex art. 2248 c.c.* «si godono situazioni già realizzate», in cui lo scopo consiste nel godimento e nella conservazione della cosa comune, mentre «l'attività esercitata dal fondo, estrinsecandosi in una serie di compravendite di titoli, lungi dal ridursi al mero godimento di una *res*, riveste i caratteri dell'attività d'impresa di natura commerciale». Proprio partendo dal carattere imprenditoriale dell'attività svolta dal gestore di fondi, l'A. riteneva si dovesse «abbandonare, almeno per quanto concerne il regime delle responsabilità (l'unico che qui interessa), i principi propri del mandato senza rappresentanza per applicare quelli che regolano la imputazione della responsabilità conseguente all'esercizio di un'attività e in particolare di una impresa»: così COSTI, *op. cit.*, pp. 283 ss. Dunque, in questa prospettiva, se i partecipanti fossero condomini del fondo e mandatari senza rappresentanza del gestore, per l'A., in accoglimento della teoria dell'imprenditore occulto essi sarebbero stati imprenditori indiretti, e il gestore imprenditore diretto, potendo i creditori agire nei confronti dei partecipanti. P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1123 s.

<sup>64</sup> V. ancora G. E. COLOMBO, *L'introduzione*, cit., p. 282.

<sup>65</sup> Cfr. R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 265 s., p. 285, il quale osservava come le deroghe apportate dai legislatori e dalla dottrina ai modelli cui ci si dichiarava ispirarsi erano così vistose da travolgere quegli istituti, perdendo ogni valenza normativa e conservandone una puramente terminologica, concludendo, rispetto alla legge tedesca del 1957, che «le norme sono state dettate con aderenza ai problemi del fondo, senza alcuna preoccupazione d'ordine dogmatico e apportando deroghe determinanti agli istituti cui ci si ispirava», concludendo poi, con riferimento al progetto di riforma delle società del 1966, che «il legislatore, nel momento in cui ha escluso gli effetti giuridici della comunione e del mandato, ha negato che ne ricorressero le relative fattispecie».

soggette a divisione ex art. 1112 c.c., e la sottrazione ai proprietari del potere di amministrare il bene comune, che ricorre invero in diverse norme sulla comproprietà<sup>66</sup>. È pur vero che, dietro al motto della specialità, si celava, in effetti, una figura sostanzialmente diversa dalla comunione, sia per la profonda diversità di disciplina, almeno *de lege ferenda*, sia per la sua stessa irriducibilità al diritto soggettivo di proprietà, che indusse infatti la segnalata dottrina a precisare come «l'eventuale definizione del legislatore è impegnativa solamente quando assume un valore dispositivo, come richiamo cioè di un determinato sistema di norme»<sup>67</sup>; così, la dottrina citata mise meritoriamente in luce che, in fin dei conti, ciò che consente ad un certo fatto di assumere rilevanza giuridica sia il contenuto della norma<sup>68</sup>, mentre l'impiego di una terminologia con cui si usa definire una certa fattispecie non assume,

---

<sup>66</sup> Si allude alla proposta interpretativa avanzata da G. VISENTINI, *Riflessioni*, cit., pp. 1196 ss., il quale, in una prospettiva di svalutazione del problema della natura giuridica dei fondi comuni d'investimento, richiamava la comunione «come nozione sistematica, più che come istituto di diritto positivo; invece non significa affatto che la disciplina dei due istituti debba necessariamente essere comune, ben potendo una stessa idea (di massima) essere a fondamento di una nozione sistematica unitaria che comprende discipline anche tra loro opposte, e proprio la nozione della comunione lo dimostra nel suo panorama storico e di diritto comparato».

<sup>67</sup> Così G. VISENTINI, *Riflessioni*, cit., p. 1196.

<sup>68</sup> Sul punto, pare ancora attuale il risalente dibattito relativo al rapporto tra fattispecie e effetti giuridici, e in particolare v. R. SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, pp. 331 ss. L'A. sottolinea come la fattispecie non concorra alla produzione degli effetti giuridici insieme alla norma, mentre soltanto quest'ultima è la fonte degli effetti e della rilevanza giuridica da attribuire alla fattispecie. La fattispecie viene così a presentarsi come un fenomeno attinente alla realtà giuridica, che si identifica alla stregua della peculiare rilevanza che la norma le attribuisce in quanto fatto efficiente. Così, il criterio di identificazione della fattispecie passa dall'efficacia alla rilevanza giuridica: «la fattispecie viene a rappresentare non già la causa degli effetti giuridici, ma il fatto cui l'ordinamento attribuisce rilevanza nel senso di porre in essere questa o quella conseguenza di diritto». In questa prospettiva, la produzione degli effetti giuridici, cioè la rilevanza giuridica di un fatto, non consegue al verificarsi del fatto stesso in senso naturalistico, bensì alla sua sussunzione nella fattispecie giuridica.

Tale criterio di identificazione esclude il problema del nesso tra il fatto giuridico e i suoi effetti, perché escludendo che la fattispecie esaurisca la sua giuridicità nell'effetto non si deve spiegare come un fatto naturale possa produrre effetti giuridici; l'unico problema residuo è quello di identificare la relazione che si istituisce tra due fenomeni, fattispecie ed effetti, entrambi appartenenti alla realtà giuridica, laddove la soluzione è che tale relazione è il frutto di un intervento normativo. In una analoga prospettiva di autonomia del concetto di rilevanza giuridica da quello di efficacia, sia pure con sfumature diverse, cfr. altresì A. CATAUDELLA, *Note sul concetto di fattispecie giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1962, pp. 433 ss.; N. IRTI, voce *Rilevanza giuridica*, in *Nov. Dig. It.*, XV, Torino, 1968, pp. 1105 ss. Per una lettura unitaria degli elementi della rilevanza e dell'efficacia giuridica, cfr. A. FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Voci di teoria generale del diritto*<sup>3</sup>, Milano, 1985, pp. 242 ss., spec. pp. 296 ss., pp. 334 ss., il quale obietta alla tesi anzidetta che l'efficacia della norma è distinta dall'efficacia del fatto, laddove la prima consisterebbe esclusivamente nell'instaurazione del rapporto di condizionalità tra fatto ed effetto, mentre la seconda si risolverebbe nella trasformazione di una situazione giuridica.

per ciò solo, carattere di rinvio alla corrispondente disciplina <sup>69</sup>. Pertanto, come peraltro avvertito già dalla dottrina tedesca, la questione della qualificazione formale o della natura giuridica del fondo comune si risolveva in una mera questione di *Etikettierung* <sup>70</sup>, ininfluente dal punto di vista normativo, e quindi, tutto sommato, trascurabile.

##### 5. Il fondo come soggetto di diritto ovvero la tesi sulla proprietà-funzione

Una volta constatata la povertà di prospettive aperte dalle due soluzioni alternative poste dalla costruzione metodologica vista sopra, la dottrina successiva propose una diversa scelta di metodo, fondata sulla scelta di individuare un altro soggetto cui imputare la proprietà dei titoli e delle disponibilità liquide del fondo, ovvero di rinunciare alla ricerca di qualsivoglia diritto soggettivo sullo stesso, ammettendo la presenza di situazioni soggettive diverse in capo al gestore, ai sottoscrittori e alla banca depositaria <sup>71</sup>.

Una prima opinione, fondata sulla pretesa complementarietà delle due tecniche di indagine, ritenne di considerare, in ossequio alla prima, il fondo stesso come centro d'imputazione giuridica soggettiva, intermedia o strumentale, e adoperando la seconda come strumento di imputazione finale di posizioni soggettive diverse dalla proprietà ai sottoscrittori, alla società di gestione e alla banca depositaria <sup>72</sup>. Tale interpretazione, vagliata anche alla luce dello schema di riforma del diritto delle società del 1964, poggiava innanzitutto sull'idea per la quale la personalità giuridica non coinciderebbe con la soggettività, per cui sarebbe stata conclusione giuridicamente coerente quella di considerare il fondo come soggetto di diritto al quale intestare il patrimonio, separato da quello del gestore e dei partecipanti. Inoltre, allo scopo di precisare tale affermazione, si argomentava, richiamando una autorevole, e all'epoca recente

---

<sup>69</sup> Sulla distinzione tra definizioni legislative con valore esclusivamente dogmatico, e definizioni legislative con valore normativo, che cioè richiamano una determinata disciplina positiva, v. G. PELLIZZI, *La «fattispecie» titolo di credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1957, I, pp. 548 ss.

<sup>70</sup> Cfr. E. VON CAEMMERER, *Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften*, in *JZ*, 1958, p. 46, ove si legge che «Ob man von Treugut oder Miteigentum spricht, ist aber heute nur noch eine Frage der Etikettierung. Unterschiede in den rechtlichen Wirkungen bestehen [...] heute nicht mehr».

<sup>71</sup> Tale la proposta metodologica di R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 300, che vide poi l'adesione di P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1133, e G. CASTELLANO, *Per una qualificazione*, cit., pp. 1150 ss.

<sup>72</sup> Così R. COSTI, *La struttura*, p. 301.



dottrina <sup>73</sup>, «che l'attribuzione di situazioni giuridiche a soggetti diversi dalle persone fisiche avviene sempre in via strumentale», richiedendo così la tesi in esame di essere integrata dalla necessaria individuazione di una diversa, e finale, situazione soggettiva in capo alle persone fisiche-partecipanti. Ebbene, ravvisando nel fondo comune una struttura autoritaria, ove, per le particolari esigenze tecniche poste dalla loro gestione, i sottoscrittori sono totalmente esclusi dalla gestione, e le funzioni di controllo ripartite tra un organo interno e l'autorità pubblica, si potevano considerare i fondi come istituzioni a carattere fondazionale, e non corporativo <sup>74</sup>. Peraltro, tale assimilazione sarebbe stata necessariamente integrata dalla tesi che considerava ammissibili le fondazioni non riconosciute, cioè prive di personalità giuridica <sup>75</sup>.

Altra opinione, condividendo il presupposto di una soggettività giuridica imputabile ai fondi, sosteneva trattarsi di enti a struttura associativa, essendo possibile ritrovarvi i relativi elementi essenziali, rappresentati, da un lato, dalla necessaria autonomia patrimoniale qualificante la fattispecie “fondo comune” e, dall'altro,

---

<sup>73</sup> Si allude a F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Milano, 1963, nuova ed., Padova 1989, *passim*, da cui si cita. Nella prospettiva descritta nel testo, i due metodi studiano la stessa realtà normativa e le stesse situazioni soggettive, ma in due momenti distinti e successivi: «l'uno lo esamina momento della imputazione strumentale all'ente, l'altro nel momento della imputazione finale alle persone fisiche interessate»: così R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 308.

<sup>74</sup> Cfr. R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 319, ove si legge che «questi elementi strutturali permettono di classificare il fondo in una delle due categorie (corporazioni e fondazioni) nelle quali vengono abitualmente distinte le organizzazioni dei soggetti e delle persone giuridiche: di considerarle cioè come una ipotesi di istituzione a struttura fondazionale».

<sup>75</sup> In questo senso, F. GALGANO, *Delle persone giuridiche (Disposizione generali. Delle associazioni e delle fondazioni)*, in *Comm. del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 1969, p. 370. L'A. riteneva non estranee alla nostra esperienza giuridica fondazioni prive di personalità giuridica, quali ad esempio la c.d. fondazione fiduciaria, laddove alcune norme del codice civile (artt. 32, 40, 42 c.c.), costituirebbero frammenti della disciplina del medesimo istituto. L'assenza di personalità giuridica e l'autonomia patrimoniale si sarebbero ottenute considerando i fondi raccolti per pubblica sottoscrizione quali oggetto di proprietà fiduciaria del gestore; proprietà, il cui contenuto si sarebbe esaurito nella facoltà inerenti alla devoluzione dei fondi secondo lo scopo, e al quale sarebbe estranea la facoltà di destinarli ad uno scopo diverso: pertanto, «potrà anche parlarsi, se si vuole, di proprietà, ma con l'avvertenza che si tratta di una proprietà diversa da quella di diritto comune, dal momento che l'ente 'proprietario' non può servirsi di questi beni se non per realizzare lo scopo al quale sono, immutabilmente, destinati e che non può disporre per l'epoca in cui avrà cessato di esistere» (così ID., *op. cit.*, p. 370). In senso analogo, R. COSTI, *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, p. 1 ss., p. 32, il quale aderiva alla tesi del Galgano nella misura in cui questi teorizzava la costituzione di una fondazione non personificata, rifiutandola però ove pretendeva di ravvisarvi un'ipotesi di fondazione fiduciaria; condivide il richiamo all'istituto della fondazione G. CASTELLANO, *Per una qualificazione*, cit., p. 1157, in quanto esso avrebbe consentito di porre in evidenza il fatto che il fondo è un patrimonio separato, la cui titolarità spetta al gestore non come diritto soggettivo ma come funzione, richiamando a tal fine il caso di sostituzione del gestore in seguito alla pronuncia di decadenza e l'art. 32 c.c., relativo alla devoluzione di beni con destinazione particolare: devoluzione che, appunto, attribuisce soltanto l'espletamento di una funzione. *Contra* l'ammissibilità di fondazioni non riconosciute, nella letteratura del tempo, v. tuttavia, per tutti, P. RESCIGNO, voce *Fondazione (dir. civ.)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, p. 805.

ritenendo che il regolamento del fondo comune integri gli estremi di un vero e proprio contratto con comunione di scopo, rappresentato, analogamente al fenomeno societario, dal conseguimento di un guadagno <sup>76</sup>.

Tuttavia, la tesi illustrata si prestava a due distinte obiezioni di carattere metodologico, entrambe riconducibili, in fin dei conti, ad una sua comune matrice concettualistica. In primo luogo, la avvertita esigenza di ravvisare nel fondo comune un autonomo centro di imputazione soggettiva, nonostante le annunciate premesse metodologiche, rispondeva pur sempre alla pretesa necessità di individuare un soggetto cui imputare la titolarità del fondo, sia pure a titolo diverso dalla proprietà <sup>77</sup>, laddove, da un lato, l'intestazione dei titoli al fondo rispondeva esclusivamente a esigenze di corretta amministrazione <sup>78</sup>, e dall'altro lato, l'emersione di un nuovo

---

<sup>76</sup> Vedi A. NIGRO, *I fondi comuni*, cit., pp. 90 ss., il quale, accanto alle analogie di carattere socio-economico, osserva che «si riconosce una vera e propria identità strutturale fra il fenomeno societario e quello dei fondi comuni. In ambedue i casi si hanno, in pratica, dei soggetti i quali volontariamente conferiscono – in un patrimonio comune – dei beni, riguardo ai quali essi rinunciano ai loro naturali poteri di amministrazione e di disposizione a favore di una gestione collettiva ed unitaria. In ambedue i casi il movente è lo stesso: il conseguimento di un lucro, di un guadagno». *Contra* G. VISENTINI, *Riflessioni*, cit., p. 1200, per il quale la configurazione del fondo nei termini di associazione andava rigettata in mancanza di ogni relazione di *intuitus personae* tra gli associati; A. LENER, *Il rapporto tra i partecipanti e la società di gestione del fondo*, in *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento*, Atti del convegno di Padova del 5 maggio 1984, Padova, 1985, p. 46 s., che in una prospettiva critica delle tesi del fondo come istituzione a carattere fondazionale ovvero come associazione non riconosciuta osservava come potesse parlarsi, al limite, di un'associazione incidentale, sorta in conseguenza del rapporto instaurato tra i partecipanti e la società di gestione, laddove i primi non decidono né di associarsi, né tantomeno di svolgere insieme alcuna attività, essendo il loro unico scopo quello di acquistare il (e godere del) certificato di partecipazione.

<sup>77</sup> E v. infatti quanto osservato da R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 300 s., che deduceva proprio dalla impossibilità di imputare la proprietà del fondo né alla società di gestione né ai partecipanti, la necessità di postulare il fondo comune stesso come centro di autonoma imputazione giuridica: «se non si vuole modificare il quadro tradizionale delle situazioni soggettive e in particolare si pretende di rintracciare per ogni bene una situazione soggettiva corrispondente al modulo della proprietà, al soggetto così postulato potrà essere poi attribuita la proprietà del fondo».

V. tuttavia quanto osservato in seguito sul punto da G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 29, per il quale, nelle varie tesi suesposte, «la dimensione concettuale del patrimonio tradizionalmente oscilla tra quella di oggetto e quella di soggetto di diritto: in entrambi i casi viene in considerazione il profilo «statico», rispettivamente individuato in una massa di beni (tendenza oggettivistica) o in un centro di imputazione di posizioni soggettive (tendenza soggettivistica)».

<sup>78</sup> In questo senso, v. P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1133, il quale ammoniva altresì dalla tendenza ad attribuire un eccessivo valore interpretativo alla lettera dei disegni di legge allora redatti in tema di fondi comuni, che, come si è visto, contenevano spesso formule incerte o inconferenti rispetto alla sostanza del fenomeno osservato. Peraltro, gli stessi argomenti di carattere testuale adottati dalla dottrina favorevole a ravvisare nel fondo un autonomo soggetto di diritto, rinvenibili nello schema di riforma delle società di capitali del 1966, sarebbero poi venuti meno con la decadenza di quest'ultimo progetto di legge, e non riprodotti nei successivi progetti di legge. Nello specifico, un primo argomento letterale a favore della soggettività del fondo si traeva dall'art. 96, comma 4, del suddetto progetto di legge, il quale prevedeva, come appena anticipato nel testo, che i titoli nominativi acquistati per suo conto fossero anche ad esso intestati. In secondo luogo, l'art. 93, comma 4, prevedeva che le

soggetto di diritto non appariva condizione essenziale per realizzare il risultato cui debba tendere, in definitiva, una disciplina normativa dei fondi comuni, ossia la separazione del patrimonio gestito da quello del gestore e dei singoli sottoscrittori <sup>79</sup>.

Altra parte della dottrina preferì dunque attenersi alla seconda delle due linee interpretative sopra tracciate, ritenendo che l'esclusione espressa, in tutti i disegni di legge promossi fino a quel momento, della personalità giuridica dei fondi comuni di investimento, dovesse indurre a negare altresì la loro qualificazione nei termini di autonomo soggetto di diritto. Peraltro, la *ratio* principale di tale esclusione era dettata da concrete esigenze fiscali, in quanto la creazione di un nuovo soggetto di diritto avrebbe creato anche un nuovo contribuente, con evidenti ripercussioni fiscali negative per gli investitori <sup>80</sup>.

Partendo da tali premesse, la tesi in esame attribuiva la titolarità del fondo alla società di gestione, trattandosi dello *strumento* attraverso il quale essa avrebbe esercitato la propria attività d'impresa, «ma che questa titolarità è attribuita alla società nell'interesse primario dei partecipanti, e quindi non dà luogo ad un diritto soggettivo, bensì ad una *funzione*» <sup>81</sup>. Tale prospettiva, oggettiva e funzionale, nella

---

deliberazioni modificative del regolamento del fondo, pur disposte dalla società di gestione, dovevano essere approvate da tanti partecipanti al fondo che rappresentassero almeno un quinto delle quote di partecipazione, traendosi da ciò una sia pur minima organizzazione di tipo corporativo del fondo stesso.

Appare significativo come, in seguito alla emanazione della legge n. 77/1983, lo stesso illustre Autore, che per primo aveva proposto la ricostruzione del fondo comune come soggetto di diritto, abbia avuto modo di osservare che è preferibile «una lettura che rinunci all'ossessivo pregiudizio di dover rintracciare per ogni bene un soggetto o una pluralità di soggetti che abbiano su di essa un diritto di proprietà o di comproprietà e che quindi sia opportuno rinunciare a ricomporre le norme in esame facendo perno sulla soggettività del fondo»: così R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *I fondi comuni d'investimento*, a cura di P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, p. 120.

<sup>79</sup> Peraltro, anche l'assimilazione dei fondi comuni all'istituto della fondazione appare fuorviante, in quanto alla sostanziale analogia strutturale si contrappone una netta differenza proprio rispetto alla posizione dei beneficiari, i quali non perseguono un profitto, diversamente dai sottoscrittori di quote di fondi comuni: e vedi, per tutti, P. RESCIGNO, voce *Fondazione*, cit., p. 808. Peraltro, si è già avuto modo di accennare ad un ipotetico parallelismo tra gestione collettiva di patrimoni e fondazioni: v. *supra* nel testo, p. 2 s., nt. 3.

<sup>80</sup> Cfr. P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1142; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione*, cit., 1157, il quale osservava come non vi fosse alcuna ragione sostanziale alla base della scelta interpretativa di individuare nel fondo un nuovo soggetto di diritto: né l'esigenza di tenere distinto il patrimonio della società dal patrimonio dei sottoscrittori, quindi l'esigenza di autonomia patrimoniale, che poteva essere assolta in altro modo, né le diverse esigenze di garantire una gestione regolare, ravvisando per contro l'esigenza fiscale decisiva «di evitare nel modo più assoluto la creazione di un nuovo soggetto»; G. VISENTINI, *Riflessioni*, p. 1199 s.

<sup>81</sup> Così P.G. JAEGER, *Sui fondi*, cit., p. 1142, il quale, nel riproporre l'analogia col *trust* anglosassone, da un lato ne confermava l'intraducibilità nel *civil law*, dall'altro richiamava la sostanziale assimilabilità della posizione del gestore di fondi comuni con la fiducia germanistica, che forma non un diritto assoluto, ma un potere di amministrazione da esercitare nell'interesse altrui. L'A. riporta ulteriormente che la dottrina tedesca riteneva che la *Kapitalanlagegesellschaft* si trovasse

configurazione della fattispecie dei fondi comuni di investimento, in discontinuità con le tesi soggettivistiche passate in rassegna poc' anzi, appare coincidere, in fin dei conti, con la configurazione della posizione della società di gestione come una potestà, e servente rispetto alla ricostruzione della fattispecie che si intende sostenere nel prosieguo del lavoro, che considera il fondo non come soggetto autonomo o come oggetto di particolari diritti soggettivi, ma come patrimonio rilevante in quanto oggetto di gestione.

---

proprio in una posizione di fiducia germanistica, e che anzi entrambe le forme di gestione collettiva, nonostante il *nomen* utilizzato dal legislatore, fossero associate alla fiducia: v. P.G. JAEGER, *op. cit.*, p. 1144, nt. 96. Cfr. altresì G. CASTELLANO, *op. loc. cit.*, il quale, pur contrario alla tesi del fondo come soggetto di diritto, considerava però il richiamo alla fondazione una «felice intuizione», in quanto si prestava a sostenere l'idea per la quale il fondo, di titolarità del gestore, non gli spettasse in quanto oggetto di un diritto soggettivo, ma di una funzione.

## CAPITOLO SECONDO

### FONDI AZIONISTI DI MINORANZA E DI CONTROLLO

SOMMARIO: 1. *La legge istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare ‘aperti’ (l. 77/1983)* - 2. *Dall’introduzione del modello ‘statutario’ al Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria* - 3. *La disciplina risultante dal sistema UCITS* - 4. *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)*- 5. *La detenzione di partecipazioni rilevanti o di controllo in capo ai Fia* – 6. *L’autonomia patrimoniale dei fondi comuni di investimento* – 7. *La fattispecie fondo comune nei suoi aspetti funzionali e dinamici.*

1. *La legge istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare ‘aperti’ (l. 77/1983)*

Come già accennato nel capitolo precedente, l’esigenza, avvertita dal legislatore italiano, di dotare il sistema finanziario nazionale di nuovi strumenti per la raccolta del risparmio, era stata frustrata dalla reiterata decadenza dei diversi progetti di legge presentati in materia. Un primo tentativo di disciplina era stato operato con il disegno di legge governativo n. 763 del 22 settembre 1964, intitolato *Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*<sup>82</sup>, che decadde a causa della fine della legislatura. Un secondo infruttuoso tentativo di inquadramento normativo fu operato l’anno seguente dalla commissione presieduta da Alfredo De Gregorio, che presentò lo *Schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, che agli artt. 72-86 prevedeva appunto l’istituzione dei fondi comuni di investimento<sup>83</sup>. Infine, subirono la stessa sorte altri due progetti di legge, aventi il medesimo titolo di quello del 1964<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> V. il progetto in *Riv. soc.*, 1964, pp. 910 ss.

<sup>83</sup> Anch’esso pubblicato in *Riv. soc.*, 1966, pp. 93 ss. Esso si distinse per diversi aspetti, tra i quali quello di ipotizzare, per la prima volta, una riserva di attività di gestione collettiva del risparmio a favore di società denominate ‘società di investimento mobiliare’, assoggettandone dunque l’azione alla vigilanza pubblica. Inoltre, esso prevedeva altresì implicitamente la necessaria diversificazione del rischio di investimento operato dalle suddette società. Come noto, il principio della riserva di attività sarebbe stato attuato solo con l’approvazione del Testo Unico della Finanza nel 1998: per una ricostruzione sulla disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio prima di tale riforma, cfr. M. MIOLA, *Commento all’art. 33*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, volume 1, *Intermediari e mercati*, Torino, 2002, pp. 387 ss.

<sup>84</sup> Si allude al disegno di legge di iniziativa parlamentare, presentato in Senato il 5 dicembre 1968, e a quello governativo n. 857 presentato l’8 ottobre 1969, che fu anche approvato dal Senato nella seduta del 23 aprile 1970.

In seguito, l'interesse mostrato dal legislatore per la regolamentazione del fenomeno scemò a causa di alcune circostanze contingenti negative, tanto che nemmeno in occasione della c.d. mini-riforma del 1974 si ritenne opportuno introdurre una disciplina normativa dei fondi comuni di investimento <sup>85</sup>.

Dopo una lunga fase di gestazione, il legislatore italiano adottò finalmente una legge istitutiva dei fondi comuni di investimento 'aperti', al duplice scopo di rivitalizzare l'asfittica borsa italiana, incentivando la quotazione di nuovi soggetti, e di superare la crisi del sistema di finanziamento alle imprese, mediante l'orientamento del risparmio verso l'investimento in settori produttivi <sup>86</sup>. Infatti, fino alla legge n. 77/1983, il canale privilegiato di finanziamento alle imprese era stato soprattutto quello bancario, quindi una forma di finanziamento basata essenzialmente sul credito, anziché sul capitale di rischio <sup>87</sup>. Tale circostanza aveva prodotto, peraltro, una conseguenza notevole in punto di composizione patrimoniale delle imprese finanziate, ossia il fenomeno dello squilibrio tra indebitamento e mezzi propri, che spesso si risolveva in situazioni patologiche di sottocapitalizzazione nominale <sup>88</sup>. Da ciò era

---

<sup>85</sup> Cfr. A. TRAVERSI, *La disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare e dei titoli atipici. Legge 23 marzo 1983, n. 77*, Ipsoa, 1983, pp. 3 ss., ove si legge, in particolare, che la crisi di un fondo italiano (Fonditalia), controllato da una società lussemburghese, avrebbe potuto provocare ingenti perdite tra i piccoli risparmiatori attratti dalla prospettiva di facili guadagni. Inoltre, l'A. riporta che, unitamente a tale esperienza negativa, anche la congiuntura economica sfavorevole e la volontà di non irrigidire in schemi normativi prefissati la struttura dei fondi spinse il legislatore a lasciare alla prassi la libertà di regolamentarli autonomamente.

<sup>86</sup> Tra i numerosi commenti alla legge n. 77 del 1983, cfr., tra gli altri, A. BOMPIANI, *I fondi mobiliari italiani*, Padova, 1983; A. MONTI, *La tutela del risparmio nella legge n. 216, con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, pp. 541 ss.; A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., pp. 3 ss., il quale, considerato il lungo periodo di gestazione dell'intervento normativo in questione, vi ravvisava un primo e fondamentale difetto nel fatto di aver regolato solo una categoria di fondi, quelli mobiliari aperti, e un secondo difetto nella mancata attuazione di una generale e organica riforma del mercato finanziario in generale; G. ROSSI, *Una proposta d'interpretazione della legge sui fondi comuni di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, pp. 7 ss.; F. ASCARELLI, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, I, pp. 404 ss.; A. MAFFEI ALBERTI, *La legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento*, a cura di AA. VV., Padova, 1985, pp. 3 ss.; A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, p. 206.

<sup>87</sup> Insiste particolarmente sul punto A. BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella l. 77/1983*, Atti del convegno promosso dalla Camera di commercio di Firenze del 12 novembre 1983 a cura di AA. VV., Milano, 1985, p. 131. In senso analogo A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., p. 11 s., che, ravvisando nella l. 77 un avvicinamento del risparmio familiare all'impiego diretto nelle imprese, in omaggio ai principi di partecipazione democratica incoraggiati dalla Costituzione repubblicana, individuava nella istituzione dei fondi comuni una modalità di attuazione dei principi costituzionali in materia di tutela del risparmio, e quindi dell'art. 47 Cost.

<sup>88</sup> Tale situazione di squilibrio patrimoniale risultava accentuata, del resto, dalla prassi assai diffusa di apportare finanziamenti sociali a titolo di capitale di credito anziché di rischio, trattandosi di

scaturita la necessità di ricercare nuove fonti alle quali attingere l'investimento produttivo, alternative al credito bancario e diverse dal trasferimento diretto di risorse da parte del pubblico dei risparmiatori, che ebbe come esito l'istituzione di un nuovo tipo di intermediario, il fondo comune appunto, funzionale ad apportare il risparmio non già a titolo di credito, ma a titolo di capitale di rischio <sup>89</sup>.

Le conclusioni cui si è giunti alla fine del paragrafo precedente non significano affatto che le discussioni relative alla qualificazione giuridica del fondo comune fossero vuote elucubrazioni accademiche. Esse rispondevano invero alla preoccupazione, eminentemente pratica, di stabilire se i creditori della società di gestione potessero rivalersi o meno sul fondo comune per vicende obbligatorie estranee alla gestione del fondo stesso <sup>90</sup>. In particolare la soluzione che individuava nel fondo comune un patrimonio in comproprietà dei partecipanti, tratta dal dato comparatistico e assecondata dai diversi progetti di legge italiani, appariva idonea a giustificare, in astratto, una legittimazione dei creditori dei singoli partecipanti a rivalersi sul patrimonio comune, ottenendone al limite la divisione, in ossequio alla disciplina di diritto comune della comunione <sup>91</sup>. Sul punto, occorre però ribadire come il legislatore fosse ben consapevole della necessaria separazione del patrimonio facente capo al fondo comune, e difatti la formula utilizzata nell'art. 3, comma 1, del disegno di legge del 1969, ossia che *il fondo comune è patrimonio comune dei partecipanti*, risultava integrata, al comma 2, dall'affermazione per cui *i diritti e gli obblighi relativi alla comunione fra i partecipanti sono disciplinati dalla presente legge e dal regolamento del fondo comune*.

Da ciò appare lecito dedurre che, in realtà, l'affermazione della situazione di 'comunione' tra i partecipanti non avrebbe implicato, nei piani del legislatore, l'automatico recepimento della disciplina civilistica in materia di comunione. In altri termini, all'aggettivo 'comune', che ricorre tuttora nel *nomen* della fattispecie 'fondo

---

operazione conveniente per i soci sia dal punto di vista organizzativo che sotto il profilo del rischio, ma potenzialmente lesiva dei diritti dei creditori. Sul punto, v. in luogo di altri G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*, Torino, 2004, pp. 41 ss.

<sup>89</sup> Così ancora A. BORGIOLI, *La responsabilità*, cit., p. 131.

<sup>90</sup> Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare* <sup>10</sup>, Torino, 2016, p. 197.

<sup>91</sup> R. COSTI, *La struttura*, cit., p. 301; A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., p. 45, il quale osserva che «il patrimonio in comunione, per il solo fatto di essere oggetto di una contitolarità non gode di alcuna autonomia».

comune di investimento', non deve né può attribuirsi alcun rilievo normativo, avendo esso, semmai, una valenza esclusivamente descrittiva, che non va peraltro riferita alla dimensione attinente alla titolarità del patrimonio gestito, quanto alla situazione di comunanza di *interessi* cui soggiacciono i partecipanti al fondo.

Ed infatti, l'affermazione netta, quasi ridondante <sup>92</sup>, della autonomia patrimoniale del fondo, operata dall'art. 3, comma 2, della legge n. 77 del 1983, rispetto al patrimonio della società gerente e dei patrimoni dei singoli partecipanti rispondeva proprio alla preoccupazione di fugare ogni dubbio su una possibile confusione tra i patrimoni dei singoli partecipanti e il patrimonio oggetto di valorizzazione collettiva ad opera della società di gestione. Inoltre, altra disposizione che, disinteressandosi dei profili attinenti alla titolarità dei beni compresi nel fondo comune, concorreva a impostare la disciplina dei fondi in termini funzionali, piuttosto che strutturali, era quella di cui all'art. 4, comma 1, per la quale la società di gestione doveva esercitare i diritti relativi ai valori mobiliari inerenti al fondo nell'interesse dei partecipanti. Ne consegue che la soluzione accolta nella disciplina positiva, del resto ancora valida in quella attuale, trascura volontariamente ogni profilo strutturale, cioè concernente l'imputazione della titolarità del fondo e dei valori in esso compresi, per concentrarsi esclusivamente sulla sua dimensione 'dinamica', ossia per la considerazione del fondo comune in quanto patrimonio strumentale all'esercizio di una determinata attività di gestione <sup>93</sup>.

Dal punto di vista della politica legislativa, deve inoltre notarsi, nella legge n. 77 del 1983, il recepimento di uno dei caratteri fondanti dell'attività di gestione collettiva del risparmio, come emersa nelle sue prime manifestazioni a livello globale, vale a dire quello della diversificazione del rischio esercitata professionalmente. L'accoglimento di tale necessaria caratteristica appare particolarmente rilevante, in quanto essa avrebbe necessariamente orientato verso una direzione ben precisa la

---

<sup>92</sup> Cfr. A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., p. 47; A. MAFFEI ALBERTI, *La legge n. 77*, cit., p. 5, che infatti sottolineano l'inutilità della previsione per cui i creditori dei singoli partecipanti non possono rifarsi sul patrimonio ma soltanto sulle quote di partecipazione, trattandosi di conseguenza necessitata dalla affermazione della autonomia 'a tutti gli effetti' del patrimonio-fondo comune rispetto ai patrimoni individuali dei partecipanti e al patrimonio della società di gestione.

<sup>93</sup> Cfr. G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione*, cit., pp. 25 ss.; P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella l. 77/1983*, Atti del convegno promosso dalla Camera di commercio di Firenze del 12 novembre 1983, a cura di AA. VV., Milano, 1985, pp. 85 ss.; F. ALCARO, *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988, pp. 130 ss.; G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.



normativa in materia di gestione collettiva del risparmio, e cioè come un servizio destinato tipicamente al piccolo risparmiatore, propenso ad un investimento stabile e sicuro, ma incapace di investire autonomamente secondo criteri di diversificazione del rischio. Inoltre, tale considerazione socio-economica, alla base del servizio di gestione collettiva del risparmio, si rifletteva altresì sulla configurazione del tutto libera del potere di disinvestimento riconosciuto agli investitori, e alla conseguente costruzione ‘aperta’ dei fondi, intesa come continua variabilità nella composizione dei partecipanti. Pertanto, la *ratio* ispiratrice della relativa disciplina non poteva che essere quella di tutelare l’investitore *retail* a fronte di condotte del gestore che potessero porre in pericolo la stabilità dell’investimento<sup>94</sup>. A tale scopo rispondevano dunque le stringenti regole in tema di diversificazione, limitative sia dal punto di vista della percentuale massima del fondo investibile in una sola attività, quanto dal punto di vista delle società partecipate, in particolare dalla percentuale massima del capitale di queste ultime detenibile per conto del fondo, pari rispettivamente al cinque o al dieci per cento delle azioni o quote con diritto di voto, a seconda che si trattasse di società quotate o meno. Le regole anzidette servivano dunque a impedire che i fondi comuni di investimento, e per loro tramite le società di gestione, uscissero dalla loro necessaria condizione di soci di minoranza, per acquisire invece posizioni che conferissero loro poteri di influenza in assemblea, tramite l’esercizio dei relativi diritti di voto, ovvero nella stessa gestione sociale, mediante la nomina di esponenti degli organi gestori, in seno alle società partecipate.

Un’ulteriore novità importante, inserita con l’art. 1, comma 1, della l. n. 77 del 1983, fu rappresentata dalla introduzione della riserva di attività di gestione collettiva del risparmio, istituita in favore delle sole società per azioni aventi per oggetto esclusivo la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti, e che avessero

---

<sup>94</sup> Si vedano, sul punto, le lucide osservazioni di G. ROSSI, *Una proposta*, cit., p. 9, il quale distinse due griglie normative nell’ambito della tutela del risparmio, entrambe incentrate sulla tutela dell’investitore: «la prima griglia è posta a protezione del risparmiatore passivo, prima che egli effettui l’investimento e riguarda ovviamente la più generale disciplina del mercato mobiliare. La seconda griglia è inserita, in questa disciplina così canalizzata del risparmio, a tutela del risparmiatore attivo, cioè di chi ha già scelto ed effettuato l’investimento *ed è pertanto disciplina e tutela che riguarda non il mercato*, bensì il titolo oggetto dell’investimento» (enfasi aggiunta).

ricevuto l'apposita autorizzazione pubblica dalla competente Autorità, vale a dire il Ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia<sup>95</sup>.

In conclusione, il modello di gestione collettiva del risparmio accolto con la l. 77 del 1983 era fondato sulla offerta di un servizio *tipicamente* rivolto al piccolo investitore, e tanto si ricava sia dal carattere 'aperto' del fondo, e quindi dalla possibilità di disinvestire *ad libitum*, sia dalla necessaria elevata diversificazione dell'investimento, e della conseguente diversificazione del rischio. Ciò si rifletteva poi, dal punto di vista strutturale<sup>96</sup>, nella instaurazione di un rapporto eminentemente obbligatorio, e indifferente rispetto ai profili reali, cioè attinenti alla questione della titolarità dei valori compresi nel fondo, in cui il sottoscrittore di una quota del fondo stipulava, sostanzialmente, un contratto di gestione collettiva professionale, standardizzato e aperto<sup>97</sup>.

## 2. Dall'introduzione del modello 'statutario' al Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria

L'evoluzione normativa in materia di fondi comuni conobbe un'accelerazione nel corso degli anni Novanta del secolo scorso, innanzitutto, per quanto interessa ai

---

<sup>95</sup> Alla ricostruzione della evoluzione normativa della riserva di attività di gestione collettiva del risparmio è dedicato il recente studio di E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., *passim*, e spec. p. 31, con spunti e osservazioni che risulteranno particolarmente interessanti ai fini del prosieguo del presente studio. Tra l'altro, rispetto alla riserva di attività introdotta con la legge 77/1983, l'A. nota come essa fosse ben più pregnante di quella ipotizzata con il disegno di legge c.d. De Gregorio del 1964, che si sarebbe limitata ad estendere alle società esercenti attività di gestione collettiva del risparmio, denominate 'società di investimento', gli stessi obblighi informativi applicabili alle società quotate.

<sup>96</sup> E infatti v. G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione*, cit., p. 45, il quale osserva che è appunto dalla disciplina funzionale, rivolta cioè alla definizione della dimensione dinamica del fenomeno della gestione collettiva, che è possibile trarre gli elementi strutturali dello stesso, e non viceversa.

<sup>97</sup> In questo senso, E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 31, il quale prosegue affermando che il rapporto intercorrente tra sottoscrittore della quota del fondo e società di gestione integra «un contratto di gestione patrimoniale del tutto analogo a quello stipulato dal singolo che conferisca ad una banca un contratto di gestione, la sola differenza essendo che, in quest'ultimo caso si tratta di un rapporto individuale retto dalle regole proprie del rapporto negoziale gestorio, mentre nel caso del fondo comune, si tratta piuttosto di un rapporto collettivo standardizzato ove alla facoltà individuale di recesso fa da *pendant* funzionale la facoltà di *exit* rappresentata dalla richiesta di rimborso della quota di partecipazione».

La valorizzazione della ricostruzione in chiave obbligatoria, variamente modulata, del fondo comune di investimento, è al centro delle interpretazioni di numerosi Autori: v., tra gli altri, in ordine alfabetico, F. ALCARO, *Mandato*, cit., p. 40; G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione*, cit., spec. pp. 61 ss.; G. GENTILE, *Il contratto*, cit., pp. 75 ss.; F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, pp. 685 ss.; A. LENER, *Il rapporto*, cit., p. 46; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, p. 247 s.; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, part. pp. 104 ss.; P. RESCIGNO, *Il patrimonio*, cit., pp. 85 ss.

fini del presente discorso <sup>98</sup>, con l'introduzione del modello statutario, ossia delle Società di investimento a capitale variabile (Sicav), caratterizzate, come è noto, dal fatto che in esse l'investitore e il gestore non instaurano un rapporto contrattuale avente ad oggetto la gestione di un patrimonio autonomo, ma assume la qualità di socio della società di gestione medesima <sup>99</sup>. In realtà, dal punto di vista della modalità di gestione professionale dell'investimento, anche le Sicav introdotte con il d. lgs. 83/1992 operavano pur sempre secondo un rigoroso metodo di diversificazione del rischio, di modo che le connesse esigenze di tutela rimasero sostanzialmente le stesse di quelle imposte dalla configurazione 'contrattuale' dell'attività di gestione del risparmio, ossia la necessità di tutelare il risparmiatore da possibili scorrettezze del gestore professionale.

Sotto questo profilo, una prima importante novità venne invece attuata con la l. n. 344/1993, che introdusse i primi fondi 'chiusi', in cui cioè non era prevista la facoltà del sottoscrittore di pretendere il rimborso della quota *ad libitum*, potendosi esercitare il diritto alla sua liquidazione soltanto secondo scadenze predeterminate. Anche nel caso dei fondi chiusi, dal punto di vista dell'attività di investimento condotta per mezzo di essi da parte dei relativi gestori non cambiava nulla, giacché questi continuavano a operare secondo un regime di stretta ripartizione dei rischi, ancora fondata su limiti di tipo quantitativo, sia rispetto alla percentuale del fondo investibile in un'unica operazione, sia rispetto alla percentuale di capitale detenibile in un'unica partecipata. La novità consistette piuttosto nel fatto che, in questo nuovo tipo di fondi, l'investimento non era più dotato del necessario requisito della liquidità, e dunque si aprì la possibilità di destinare le quote di fondi comuni anche ad investitori

---

<sup>98</sup> Il primo quinquennio degli anni Novanta vide infatti l'emanazione di diverse leggi aventi ad oggetto vari tipi di fondi comuni di investimento, ossia il d. lgs. n. 124/1993 sui fondi pensione, poi la legge n. 344/1993 sui fondi di investimento mobiliare di tipo chiuso, che sarà discussa poco oltre nel testo, e la legge n. 86/1994 che ha introdotto i fondi di investimento immobiliare chiusi.

<sup>99</sup> Ma v. quanto osserva in proposito E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 33, per il quale «le vesti di socio della Sicav sono più apparenti che reali: egli non partecipa affatto al rischio di impresa associato ad una *profit-driven firm*, ma è piuttosto proprietario di una quota di patrimonio che, esattamente come in un fondo, è affidato alla gestione di un *professionista della diversificazione*». Soprattutto, la posizione di socio della Sicav non è neppure significativa dal punto di vista dei poteri amministrativi: basti guardare il contenuto dell'attuale art. 35-*quater*, comma 4, T.U.F., il quale stabilisce che se lo statuto della Sicav prevede che le azioni siano al portatore, queste attribuiscono un solo diritto di voto a prescindere dal numero delle azioni possedute, in piena contraddizione con il principio plutocratico tipico del governo delle ordinarie società di capitali. Sul d. lgs. n. 83 del 1992 in generale v. E. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare. Contributo allo studio del d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83*, Milano, 1995, *passim*.

professionali, i quali soltanto sarebbero stati in grado di sopportare i relativi rischi di illiquidità dell'investimento <sup>100</sup>. Ad ogni modo, la *ratio* dell'inclusione dei fondi chiusi nella fattispecie fondo comune era funzionale all'assoggettamento a riserva della loro attività di diversificazione professionale degli investimenti <sup>101</sup>.

Il vero punto di svolta si ebbe con l'emanazione del testo unico in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.), con d. lgs. n. 58 del 1998, che introdusse, in primo luogo, una disciplina unitaria della riserva di attività di gestione collettiva del risparmio, o meglio del suo esercizio in via professionale <sup>102</sup>, a favore delle Sicav e delle istituende Società di gestione del risparmio (Sgr), sottratte al regime di esclusività 'oggettiva' nella attività di gestione patrimoniale in monte in cui operavano le società di gestione di fondi comuni di investimento di cui alla legge n. 77/1983 <sup>103</sup>. Infatti, mentre la disciplina previgente era caratterizzata da una marcata frammentarietà, in cui ciascun tipo di fondo comune era soggetto ad una disciplina speciale, il modello introdotto col Tuf si connotava per l'aver posto al centro della disciplina un unico

---

<sup>100</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 35, il quale sottolinea altresì che, nell'impianto della l.n. 344/1993, la commercializzazione di quote di fondi chiusi rispetto agli investitori *retail* era sì ammessa, ma soggetta all'obbligo di quotazione, successivamente abrogato dal d. lgs. 58 del 1998, proprio per sopperire alla possibile carenza di liquidità dei piccoli investitori consentendo loro di recuperare l'investimento effettuato mediante l'alienazione delle quote sul mercato dei capitali.

<sup>101</sup> Diversamente, con la riserva di attività 'debole' istituita con il d. lgs. n. 385 del 1993, veniva riservata agli 'intermediari finanziari' l'attività di assunzione di partecipazioni in altre imprese, sia ove svolta nei confronti del pubblico, quanto non nei confronti del pubblico. Tale riserva di attività, contemplata all'art. 106 T.U.B., da un lato esponeva gli intermediari ad un limitato obbligo di registrazione, al possesso di determinati requisiti di professionalità e onorabilità da parte degli esponenti aziendali, e a una particolare disciplina di trasparenza informativa relativamente agli assetti proprietari. Soprattutto, per quanto interessa ai fini del presente discorso, la legge introduttiva del testo unico bancario manteneva così una netta distinzione tra operatori che offrivano ai risparmiatori servizi di gestione professionalmente diversificata, in cui l'assunzione di partecipazioni in altre imprese era sempre strumentale ad una loro successiva rivendita, e operatori che investivano in partecipazioni anche di controllo nella diversa prospettiva di concorrere nella gestione della imprese partecipate, quindi non soltanto nell'ottica del mero apporto di capitali, ma anche di esercizio attivo dei connessi poteri gestori.

<sup>102</sup> La precisazione è di R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 386, i quali osservano che tale specificazione operata dall'art. 32-*quater*, comma 1, Tuf, non è casuale ma si spiega con la volontà del legislatore di escludere dalla riserva di attività l'esercizio occasionale o sporadico dell'attività di gestione collettiva.

<sup>103</sup> Sulle ragioni che hanno indotto alla istituzione di un unico gestore autorizzato allo svolgimento dell'attività di gestione collettiva, v. R. LENER-A. GALANTE, *D. lgs. 58/1998. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Soc.*, 5, 1998, p. 533; F. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 350; R. LENER, *Gestore unico e deleghe nella gestione*, in Assogestioni, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, p. 146. Per una rassegna sintetica delle principali novità introdotte con il Testo Unico della Finanza, cfr. altresì E. NTUK, voce *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Aggiornamento, Torino, 2000, pp. 322 ss.

soggetto, abilitato allo svolgimento del servizio di gestione collettiva, ossia la Sgr, a prescindere dalla tipologia di fondo comune gestito <sup>104</sup>.

Tra l'altro, la nozione della riserva di attività di gestione collettiva del risparmio appariva viziata da una certa circolarità tautologica, nel senso che da un lato l'art. 33 comma 1, Tuf, la riferiva alle Società di gestione del risparmio, alle Sicav, e alle società di gestione armonizzate e, dall'altro lato, l'art. 1, comma 1, lett. n), si limitava a definire l'attività di gestione del risparmio come l'attività consistente nella gestione del patrimonio di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio) <sup>105</sup>. Ne risultava una nozione di gestione collettiva del risparmio ricavata per continui rimandi, scarsamente definitoria in quanto riferita non alle caratteristiche dell'attività in questione, quanto piuttosto ai soggetti destinatari della suddetta riserva.

In secondo luogo, e soprattutto, la novità davvero rilevante, almeno per quanto rileva ai fini della proficua prosecuzione del discorso, introdotta per mezzo del Tuf, peraltro nascosta tra le pieghe dei regolamenti attuativi <sup>106</sup>, fu rappresentata da uno strutturale cambio di paradigma nel contenuto stesso dell'attività di gestione collettiva del risparmio, consistente nella estensione dell'ambito della riserva di attività anche ai fondi chiusi, caratterizzati dalla possibilità di acquisire partecipazioni di controllo nelle società partecipate non quotate <sup>107</sup>.

---

<sup>104</sup> V. sul punto M. MIOLA, *Commento all'art. 33*, cit., p. 392, il quale nella stessa prospettiva sottolinea altresì come la precedente disciplina fosse «concentrata sul profilo dell'autorizzazione all'istituzione del fondo comune di investimento, mentre l'autorizzazione della società di gestione era strettamente collegata all'istituzione del fondo comune di investimento, essendo la sua gestione riservata alla stessa società di gestione che lo aveva istituito.

<sup>105</sup> Cfr. sul punto P. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1115, e in part. p. 1117, ove l'A. lamenta che «qualora ci si addentri nel gioco dei rimandi definitori incrociati, ci si avvedrà di come la reale portata di tale riserva legislativa sfugga all'interprete, risolvendosi in un'ellissi autoreferenziale e tautologica». V. anche il recente contributo di G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 392 s.

<sup>106</sup> In questo senso, cfr. E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 41 s., ove osserva appunto che «il silenzio tautologico della riserva di attività ben può essere superato dalla lettura congiunta delle norme del TUF con le norme secondarie di regolazione (rispettivamente, di Banca d'Italia e del Ministro dell'economia e delle finanze) che definiscono i criteri di gestione, rispettivamente, dei fondi comuni di investimento e delle SICAV».

<sup>107</sup> V. il *Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio*, approvato con provvedimento del governatore della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 (pubblicato in *Riv. soc.*, 2000, pp. 403 ss.), il quale, nella Sezione III, dedicata ai fondi chiusi, al paragrafo 3.1 stabilisce espressamente che *il fondo chiuso non può essere investito in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività*; dall'altro lato, il secondo periodo della disposizione chiarisce che *si applicano inoltre le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, paragrafo 3.1, lettere a), b) e c)*, vale a dire le limitazioni in termini percentuali previste

Ciò ha determinato il venir meno di uno dei dati coesenziali alla attività di gestione collettiva di patrimoni intesa in senso tradizionale, che, come si è avuto modo di vedere al principio del lavoro, nelle sue manifestazioni originarie era da intendere esclusivamente come l'attività di investimento collettivo professionale secondo criteri di elevata diversificazione delle partecipazioni. Con il d. lgs. 58/1998, invero, pur rimanendo fermo il principio che inibiva al gestore di un fondo di impiegare più di una certa percentuale del fondo stesso in un unico investimento, venne ridimensionata la necessaria limitazione, fino ad allora vigente, relativa alla percentuale detenibile del capitale delle partecipate, con la piena caducazione delle limitazioni poste rispetto alle società non quotate, e con il mantenimento del limite nella misura del dieci per cento rispetto alle società quotate<sup>108</sup>.

Alla base di questo mutamento 'genetico' della gestione collettiva del risparmio vi era una profonda modificazione del mercato dei capitali, con la rapida ascesa del settore dei fondi di *private equity*, ossia di partecipazione ai capitali privati, cioè di società non quotate, oltre che degli *hedge funds*, o fondi speculativi. Rispetto a questo nuovo tipo di fondi, come osservato poc'anzi, la gestione non si caratterizzava più, come nella gestione collettiva tradizionale, per l'alta diversificazione degli investimenti e, quindi, per il sostanziale disinteresse rispetto all'esercizio del voto nell'assemblea delle società partecipate, ma, viceversa, per una partecipazione attiva alla gestione di queste ultime. Mentre nei fondi aperti, quindi, il cliente tipico era

---

in punto di capitale delle società partecipate dal fondo aperto. Inoltre, il paragrafo 6.1 della Sezione III stabiliva altresì che *si applicano le disposizioni previste per i fondi aperti nella Sezione II, paragrafo 5.1, limitatamente ai diritti di voto in società quotate*. Ne deriva, per via negativa, che rispetto alle società non quotate i 'limiti alla concentrazione dei rischi' sussistevano soltanto dal punto di vista della percentuale di patrimonio autonomo investibile, e non anche da quello delle partecipate, mentre per le società quotate permaneva il limite di partecipazione al capitale con diritto di voto nella misura del dieci per cento.

<sup>108</sup> In questo senso, E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 42, il quale osserva che «anche i fondi *de quibus* sono soggetti ad un *quantum* minimo di diversificazione (non più del venti per cento del patrimonio del fondo in titoli di una medesima società), ma viene meno il tradizionale divieto di conseguire partecipazioni significative idonee ad esercitare influenza notevole nella gestione. Nel nostro gergo: vengono mantenuti i tradizionali *fund-centered requirements*, ma viene meno il *target-centered requirement*». L'A. nota inoltre come questa circostanza, pur in tutta la sua dirompente innovatività, non sia stata oggetto di particolare attenzione in dottrina: in virtù di essa, l'area della gestione collettiva del risparmio, fino ad allora intesa come servizio di gestione professionalmente diversificata, si estese anche «ad un'attività che appare piuttosto riconducibile a quella consistente, nel nostro gergo, nell'*apporto di entrepreneurship* alle società partecipate (=influenza nella gestione mediante l'esercizio delle prerogative tipiche del controllante: (i) nomina del *top management* e (ii) contributo all'elaborazione delle strategie imprenditoriali); ad un tipo di attività, insomma, ben più simile a quella della *holding* che non a quella di chi svolge il "tradizionale" servizio di diversificazione mediante investimenti di portafoglio».

l'investitore *retail*, esposto a un rischio sistemico, di mercato, nei fondi chiusi, a seguito dell'introduzione del T.U.F., il cliente 's sofisticato' poteva ben risultare esposto allo specifico rischio di impresa della società partecipata, ed eventualmente controllata dal gestore tramite il fondo (o i fondi) gestiti.

Ne consegue che i fondi di *private equity* presentano, in realtà, maggiori affinità con le società *holding* che non con gli stessi fondi aperti tradizionali, ma con la netta differenza che, nei primi, la logica dell'investimento è comunque quella della successiva rivendita delle partecipazioni, nei quali pertanto l'influenza nella gestione delle partecipate risulta pur sempre strumentale ad un'attività eminentemente finanziaria, mentre nella *holding* l'esercizio del controllo è diretto allo svolgimento unitario, tramite la direzione delle società partecipate, di un'attività commerciale o industriale <sup>109</sup>. Tale distinzione, apparentemente netta, risulta in realtà di difficile riscontro pratico, sicché essa poneva, e pone tuttora, rilevanti interrogativi circa l'ambito della esenzione dalla riserva di attività di cui all'art. 32-*quater*, comma 2, lett. d), T.U.F., attualmente vigente, così come riformulato in ossequio all'art. 2, paragrafo 3, lett. a), della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD, o direttiva Gefia). Tale discriminazione deve essere dunque condotta sulla base degli elementi forniti dal Tuf, che all'articolo poc'anzi citato dispone che per società di partecipazione finanziaria si intendono le *società che detengono partecipazioni in una*

---

<sup>109</sup> Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 47 s.; E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., pp. 45 ss.

Peraltro, la sostanziale affinità dei fondi di *private equity* con l'attività di *holding* poneva seri problemi in punto di delimitazione della riserva di attività, in particolare rispetto al rapporto tra la riserva di legge 'forte' prevista per la gestione collettiva del risparmio ai sensi dell'art. 33 T.U.F., cui erano assoggettati i fondi di *private equity*, e la riserva di attività 'debole', prevista dall'art. 106 T.U.B., cui era invece soggetta l'attività di *holding*. Infatti, la norma da ultimo citata riservava agli 'intermediari finanziari' l'attività di assunzione di partecipazioni tanto ove fosse svolta nei confronti del pubblico quanto ove non lo fosse, peraltro al limitato fine di istituire determinati obblighi di registrazione, e di imporre agli esponenti aziendali di quei soggetti determinati requisiti di professionalità e onorabilità, e infine per sancire un regime di trasparenza informativa sui relativi assetti proprietari. Ne derivava una disciplina della riserva di attività incoerente, in quanto per le Sgr e le Sicav, che svolgevano attività sostanzialmente analoga a quella di *holding*, era previsto il più rigido regime *ex art.* 33 T.U.F. Sul punto, cfr. la proposta ricostruttiva avanzata da P. CARRIÈRE, *L'ambito*, cit., p. 1143, il quale riteneva che la Società di intermediazione mobiliare di cui al Testo unico bancario rientrasse nell'area speciale della gestione collettiva del risparmio solo quando avesse esercitato la sua attività nei confronti del pubblico, sulla base dell'argomentazione per la quale per il rilascio dell'autorizzazione alle Sicav di esercitare l'attività di gestione collettiva del risparmio sussisteva il requisito della necessaria 'sollecitazione dell'investimento', in quanto la disciplina allora vigente richiedeva che le sue azioni fossero appunto offerte al pubblico. Ribatte tuttavia convincentemente E. BARCELLONA, *op. cit.*, p. 47, che tale criterio non risulta appagante, per il semplice fatto che, al contrario, i fondi di *private equity* sono assoggettati a riserva automaticamente, prescindendo dall'offerta al pubblico delle relative quote di partecipazione.

o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni. La definizione riportata, scarsamente qualificante rispetto ai gestori di fondi di investimento in capitali privati <sup>110</sup>, è però integrata da altri due elementi <sup>111</sup>, ossia il fatto che la società operi per conto proprio, e che non sia costituita con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante il disinvestimento delle partecipazioni nelle società controllate. Quanto al primo profilo, questo è riferito ad uno dei tratti più tipici degli organismi di investimento collettivo, in cui «assume rilievo decisivo la destinazione a terzi (ossia, agli azionisti-investitori) dei risultati dell'attività di gestione svolta» <sup>112</sup>. Rispetto al secondo elemento, esso consente di discernere l'attività della società *holding* dalle società di investimento finanziario, poiché le prime traggono pur sempre i propri utili dall'attività commerciale o industriale svolta dalle società partecipate, svolgendo quindi, per mezzo di esse, attività rientranti nell'ambito dell'art. 2082 c.c. <sup>113</sup>.

Per quanto attiene alla dibattuta questione della struttura del fondo, con l'emanazione del Testo Unico il legislatore, pur mantenendo la dizione fondo 'comune', confermò la scelta normativa operata nel 1983, riaffermando la sua qualifica

---

<sup>110</sup> V. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 47 s., il quale nota che l'inquadramento di tale descrizione risulta problematica «in quanto pressoché tutti gli elementi ivi contenuti possono pacificamente rinvenirsi in molte forme pacificamente ricostruibili e identificabili come gestione collettiva del risparmio e, in particolare, nel settore del *private equity*»: infatti, «anche un fondo di *private equity* può, di fatto, esercitare, e di regola esercita, influenza sulle imprese in portafoglio, sicuramente attraverso l'esercizio dei diritti di voto, se non addirittura attraverso l'esercizio del controllo, o di forme di influenza notevole: il punto è, però, che -anche qualora ciò accada- l'OICR opera, sempre, con una logica finanziaria e non commerciale e industriale».

<sup>111</sup> Anch'essi ricavati dalla normativa europea: cfr. art. 4, paragrafo 1, lett. o) della Direttiva AIFM.

<sup>112</sup> Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, p. 49; G. SANDRELLI, *Raccolta*, cit., p. 395 il quale parimenti osserva come l'elemento discriminatorio vada individuato proprio nel diverso tipo di rischio che viene assunto dall'azionista di una società di partecipazione e da chi investe in un fondo: nel primo caso, esso si attegga infatti come rischio d'impresa, mentre nel secondo come «affidamento della propria ricchezza alla cura di un gestore professionale in conformità ad un determinato profilo di rischio rendimento». *A contrario*, l'operare 'per conto proprio', caratteristico della società di partecipazione finanziaria, implica che essa non svolge il ruolo di 'collettore' del risparmio raccolto da una platea di investitori in vista di una gestione professionale in monte, «e rimanga quindi, in definitiva, estranea ad ogni schema di intermediazione finanziaria».

<sup>113</sup> V. ancora F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 51, e cfr. anche, per la teoria che ravvisa nella società *holding* lo svolgimento in via mediata, tramite le società partecipate, di un'attività commerciale o industriale, F. GALGANO, *Qual è l'oggetto della società holding?*, in *Contr. impr.*, 1986, pp. 327 ss.; ID., *L'oggetto della holding è dunque, lo svolgimento mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. impr.*, 1990, pp. 401 ss.



di patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello della società di gestione e dei singoli partecipanti <sup>114</sup>. Sulla qualificazione giuridica del fondo comune si tornerà oltre: per il momento, occorre però osservare come il cambio di paradigma sopra menzionato, con l'apertura della riserva di attività anche a organismi di investimenti abilitati a conseguire posizioni di controllo nelle società partecipate, avrebbe probabilmente dovuto essere accompagnata da un ripensamento della *ratio* sottesa alla disciplina della gestione collettiva di patrimoni. Invero, fino a quando la gestione collettiva del risparmio si atteggiava eminentemente come un'attività di diversificazione professionale dell'investimento, era sufficiente, quale principio ispiratore della relativa disciplina, quello della tutela del piccolo risparmiatore a fronte dei possibili conflitti di interessi del gestore e sotto il profilo della necessaria diversificazione degli investimenti, laddove invece, come ci si sarebbe resi conto solo dopo la crisi finanziaria, le esigenze di protezione sottese all'attività dei fondi di *private equity* investe, di contro, la stessa stabilità del sistema finanziario <sup>115</sup>.

### 3. La disciplina risultante dal sistema UCITS

Il quadro normativo della gestione collettiva del risparmio è stato successivamente interessato anche da interventi del legislatore comunitario, intenzionato ad avviare un processo di armonizzazione della materia. Attualmente, la cornice normativa di fonte europea si compone di due distinte discipline, l'una integrativa del sistema delineato dall'altra, e può anzi dirsi che ormai le più decisive istanze di innovazione provengono proprio dalle istituzioni europee, specie dopo l'esplosione della crisi finanziaria nel biennio 2007-2008. Il primo corno del sistema normativo europeo consiste nella disciplina racchiusa nella direttiva UCITS, acronimo per *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, avente ad oggetto la disciplina sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari 'aperti'.

---

<sup>114</sup> Cfr. sul punto E. NTUK, voce *Fondi*, cit., p. 344, il quale osservava come con l'art. 1 T.U.F. il legislatore si fosse sbilanciato sulla natura del fondo comune di investimento, qualificandolo appunto come un patrimonio autonomo, scegliendo così «la terza via rispetto alle due tesi tra comunione dei partecipanti e proprietà separata o fiduciaria della società di gestione dall'altro».

<sup>115</sup> Insiste particolarmente sul punto E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., pp. 60 ss.

Sul punto, non è un caso che la legge nazionale di introduzione dei fondi comuni di investimento di tipo aperto abbia preceduto di poco la ricordata direttiva UCITS, 1985/611/Cee<sup>116</sup>. Nel far ciò, il legislatore italiano ha infatti anticipato quello comunitario anche rispetto al contenuto della disciplina, nel senso che la direttiva UCITS, in seguito ripetutamente emendata, e giunta attualmente alla sua quinta versione (dir. 2014/91/UE)<sup>117</sup>, si riferisce a un prodotto specifico, ossia all'OICVM

---

<sup>116</sup> Il riferimento della Direttiva agli *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari*, essendo neutro dal punto strutturale, consente peraltro di ricomprendere nella relativa definizione sia i fondi comuni di investimento in forma contrattuale che statutaria. In particolare, già l'art. 1, paragrafo 3, della direttiva 85/611/Cee stabiliva che tali organismi *possono assumere la forma contrattuale (fondo comune di investimento, gestito da una società di gestione) o di «trust» («unit trust») oppure la forma statutaria (società di investimento)*: anche se l'ultimo periodo dello stesso articolo precisava che *ai fini della presente direttiva il termine «fondo comune di investimento» comprende anche l'«unit trust»*. Sul punto, è interessante notare come il legislatore europeo, con quest'ultima disposizione, abbia volutamente operato una semplificazione rispetto alle possibili manifestazioni dell'attività di gestione collettiva in forma contrattuale, e ciò parrebbe un'ulteriore conferma della derivazione dei fondi comuni di investimento dal *trust* anglosassone.

<sup>117</sup> La travagliata evoluzione normativa della disciplina UCITS ha infatti conosciuto numerose modifiche, volte a tenere il passo dell'incessante sviluppo della prassi degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. Infatti, già la disciplina della UCITS I (dir. 85/611/Cee) si era mostrata carente sotto un duplice profilo, uno per così dire genetico, consistente nella scarsa attenzione dedicata alle società di gestione e ai depositari, e l'altro dovuto al sopravvenuto sviluppo di nuovi tipi di OICVM che si erano diffusi nella prassi, rimanendo al di fuori dell'ambito di applicazione della direttiva. A fronte di un primo fallito tentativo di revisione della disciplina nei primi anni Novanta (proposta di direttiva UCITS II), successivamente vennero approvate le direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, note rispettivamente come direttiva "gestore", volta a introdurre una disciplina normativa della società di gestione e del depositario, e direttiva "prodotto", di ampliamento dell'ambito di applicazione della direttiva UCITS anche a OICR dediti all'investimento in attività finanziarie diverse dai valori mobiliari di cui alla UCITS I. La direttiva "prodotto" offriva così ai fondi UCITS una maggiore flessibilità rispetto ai valori oggetto di investimento, consentendo così ad un maggior numero di fondi di ricevere l'autorizzazione a operare come fondi UCITS con la relativa possibilità di essere commercializzati in ogni Stato membro. Dal punto di vista della tutela dell'investitore, la disciplina dei fondi armonizzati si limitava alla previsione dell'obbligo per il gestore di trasmettere agli investitori un prospetto semplificato, il cui contenuto necessario era dettato in forma schematica dall'Allegato I della direttiva "gestore". Il recepimento nell'ordinamento nazionale venne attuato con il d.lgs. 274/2003, modificativo del Tuf, e, dal punto di vista della normativa secondaria, con una modifica del Regolamento Emittenti Consob del 1999 e con l'emanazione, da parte della Banca d'Italia, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. La terza fase di implementazione della normativa UCITS ha ricevuto impulso dalla crisi finanziaria del 2007-2008. Nello specifico, nonostante gli sforzi compiuti dal legislatore europeo per la armonizzazione del regime di autorizzazione, si erano riscontrate difficoltà in ordine alla commercializzazione degli OICVM in Stati membri diversi da quelli in cui erano stati istituiti. Inoltre, la prassi degli affari aveva visto una proliferazione di fondi di modeste dimensioni, e il prospetto semplificato si era rivelato essere uno strumento eccessivamente oneroso, e inadeguato a informare efficacemente gli investitori sul prodotto in cui investire. Tali rilievi hanno condotto all'adozione della direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV), che avrebbe dovuto rilanciare il mercato degli OICVM, attraverso il perseguimento di cinque distinti obiettivi. Innanzitutto, attraverso l'eliminazione del prospetto semplificato e la sua sostituzione con il c.d. *Key Investor Information Document (KIID)* (art. 68 ss.), rafforzando il funzionamento del passaporto europeo per le società di gestione, e introducendo una nuova procedura di notifica per la commercializzazione transfrontaliera di fondi UCITS all'interno dell'Unione. Inoltre, per contrastare il cennato fenomeno della moltiplicazione di fondi di modeste dimensioni, si è introdotto un regime armonizzato delle procedure di fusione anche transfrontaliere di OICVM, e la creazione delle strutture c.d. *master-feeder*. Trattasi di organismi di investimento

di tipo aperto, che presenti inoltre determinate caratteristiche. Tale scelta dipese proprio dal fatto che i vari Stati membri che avevano già introdotto una disciplina normativa della gestione collettiva del risparmio, la avevano tutti riferita a quello specifico organismo di investimento collettivo, in quanto rappresentante il modello tradizionale e archetipico di gestione collettiva basato sulla diversificazione del rischio e destinato a risparmiatori *retail*<sup>118</sup>, appena precedente all'esplosione del settore del *private equity* nelle sue molteplici manifestazioni. La direttiva UCITS rispondeva dunque all'esigenza di introdurre un quadro normativo comune per gli organismi di investimento collettivo allora operanti, uniformando le relative condizioni di concorrenza in ambito comunitario. Ciò si è tradotto, in termini di disciplina, nella previsione di un meccanismo di mutuo riconoscimento di questo peculiare prodotto finanziario destinato al pubblico dei risparmiatori<sup>119</sup>, con la standardizzazione del regime di tutela degli investitori e l'introduzione del c.d. passaporto europeo, il quale avrebbe dovuto garantire la libertà di commercializzazione in tutta la Comunità europea delle quote di un organismo di investimento collettivo autorizzato a operare in uno Stato membro.

Pertanto, la *ratio legis* della Direttiva in esame, e delle sue successive molteplici modificazioni, era pur sempre riferita alla necessità di dettare un quadro normativo idoneo a tutelare il piccolo investitore da possibili abusi del gestore, in

---

collettivo operanti su due livelli: nel fondo c.d. *feeder* confluiscono le risorse apportate dagli investitori, mentre il fondo c.d. *master* è quello nel quale uno o più fondi *feeder* investono totalmente o in prevalenza le proprie attività: così l'art. 1, comma 1, lett. *m-decies*, Tuf. In conclusione, occorre ricordare il recente recepimento della direttiva UCITS V (dir. 2014/91/UE), che ha introdotto una nuova disciplina del depositario, rispetto agli ammessi a svolgere tale funzione, agli obblighi relativi ai conti deposito, alla delega delle funzioni e alla responsabilità del depositario. Peraltro, ancor prima dell'adozione della UCITS V, la Commissione Europea, il 26 luglio 2012, ha pubblicato un documento di consultazione per una possibile riforma della direttiva UCITS, intitolato *Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long Term Investments*. Ad ogni modo, tale iniziativa di consultazione, denominata UCITS VI, conclusasi nel mese di ottobre del 2012, non ha ancora avuto seguito in sede legislativa.

<sup>118</sup> Cfr. l'art. 1, paragrafo 2, lett. a), della Direttiva UCITS nella sua versione atualizzata, ove si legge che ai fini della Direttiva medesima per OICVM si intendono *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 [...] e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi*.

V. inoltre, *ex multis*, A. PERRONE, *Il diritto*, cit., p. 251, il quale sottolinea proprio come i fondi UCITS siano concepiti come fondi degli investitori *retail*, e pertanto «vincolati nella destinazione degli investimenti, fortemente diversificati, strutturalmente aperti».

<sup>119</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 4, il quale tuttavia sottolinea come solo in un secondo momento, in particolare con la UCITS IV, l'evoluzione della materia abbia condotto alla uniformazione del regime di mutuo riconoscimento rispetto al soggetto gestore, instaurando una disciplina comune del fenomeno della gestione collettiva del risparmio. V. sopra, nt. 117.

quanto nella attività in questione il rischio cui questo esposto è un rischio ‘di mercato’, in cui la relativa risposta normativa si è quindi tradotta, in particolare, nella previsione di specifici obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori <sup>120</sup>, ignorando sostanzialmente l’opposto versante potenzialmente bisognoso di tutela rispetto all’attività dei fondi, ossia quello delle società partecipate dagli stessi. Ciò parrebbe spiegarsi, del resto, proprio per la caratteristica, essenziale nei fondi UCITS, della forte diversificazione dell’investimento, dalla quale discende la titolarità di una miriade di partecipazioni di minoranza, peraltro imposta anche normativamente in punto di limiti rispetto all’oggetto dell’investimento <sup>121</sup>.

#### 4. La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)

Il secondo corno normativo in materia di fondi comuni, lasciando da parte le discipline regolamentari riferite a specifici tipi di fondi di investimento alternativi <sup>122</sup>,

---

<sup>120</sup> Si allude in particolare all’obbligo di trasmettere agli investitori un prospetto semplificato, poi soppresso con la UCITS IV, introduttiva del c.d. *KIID* (*Key Investor Information Document*): vedi il modello di *KIID* elaborato dal *CESR* (*Committee of European Securities Regulators*) nel 2010, poi sostituito, come è noto, dall’*ESMA* (*European Securities and Market Authority*), all’indirizzo web [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_1321.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_1321.pdf).

<sup>121</sup> Tra gli obblighi generali relativi alla politica d’investimento degli OICVM, vedi in particolare l’art. 56, dir. UCITS, paragrafo 1, il quale stabilisce che la società di gestione *per l’insieme dei fondi comuni di investimento che essa gestisce e che rientrano nell’ambito di applicazione della presente direttiva, non acquista azioni che diano diritto di voto e che le consentano di esercitare un’influenza notevole sulla gestione di un emittente*. La traduzione italiana della norma sembrerebbe porre un divieto generico di acquisire azioni che conferiscano il diritto di voto nell’assemblea della società partecipata *ovvero* che le consentano di esercitare un’influenza notevole sulla gestione della stessa. Tuttavia appare appena il caso di precisare che una simile conclusione contraddice chiaramente la disciplina sui fondi OICVM, ed è pertanto da imputarsi a una mera carenza nella traduzione dal testo ufficiale inglese, dal quale si evince che la traduzione corretta avrebbe dovuto essere [...] *non acquista azioni che diano diritto di voto che le consentano di esercitare un’influenza notevole sulla gestione di un emittente* (v. infatti la versione inglese dell’art. 56, paragrafo 1, direttiva UCITS: *An investment company or a management company [...] shall not acquire any shares carrying voting rights which would enable it to exercise significant influence over the management of an issuing body*).

<sup>122</sup> Ci si riferisce al Regolamento europeo in materia di fondi europei per il *venture capital* (Regolamento 245/2013, c.d. EuVECA), a quello relativo ai fondi europei per l’imprenditoria sociale (Regolamento 346/2013, c.d. EuSEF), e al Regolamento sui fondi europei per il lungo termine (c.d. Eltif): e v. infatti M. STELLA RICHTER *jr*, *Prefazione*, in *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, a cura di S. Alvaro-F. Annunziata, *Quaderni giuridici Consob*, n. 17, settembre 2018, p. 8, il quale nota che «i principi e i criteri direttivi della Aifmd non esauriscono, neanche sul piano delle fonti di diritto europeo, la complessa trama di interventi che attengono alla sfera della gestione alternativa. Una serie di provvedimenti normativi attengono a particolari fondi di investimento alternativi specializzati. Penso, ad esempio, ai regolamenti europei relativi ai fondi europei per il *venture capital*, ai fondi europei per l’imprenditoria sociale e ai fondi europei a lungo termine. E penso pure al recentissimo Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (Fcm)». In senso analogo F. ANNUNZIATA, *Gli OICR*, cit., p. 6, il quale anche osserva come il legislatore europeo abbia adottato alcuni provvedimenti normativi secondari al fine di regolare singole fattispecie di Oicr, «ma con finalità, per così dire, specifiche, e settoriali, prive di spunti ricostruttivi sul piano generale». Per

è rappresentato dalla direttiva AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) 2011/61/UE<sup>123</sup>. Lo scopo della direttiva, come noto, è quello di dettare una disciplina uniforme dei gestori dei fondi alternativi, cioè dei fondi non armonizzati ai sensi della direttiva UCITS, che abbiano patrimoni in gestione superiori ad una determinata soglia<sup>124</sup>, per creare un mercato unico europeo anche per i Fia stessi,

---

un inquadramento del regolamento sui fondi europei di investimento a lungo termine, nello specifico, cfr. il contributo di R. CICIANI-D. VENEZIANO-D. GARIBOLDI, *I fondi comuni d'investimento a lungo termine*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 401 ss.

<sup>123</sup> Sulla direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi in generale, cfr., nella dottrina italiana, i saggi di E. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2011, pp. 1181 ss.; A. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. impr.*, 2011, pp. 604 ss.; R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva*, cit., pp. 383 ss.; V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, pp. 347 ss.; M. L. PASSADOR, *La mano "visibile" del legislatore europeo: il risparmio gestito dalla AIFMD al TUF*, in *Contr. impr.*, 2016, pp. 99 ss.

Nella letteratura straniera, v. F. DORNSEIFER-T. JESCH-U. KLEBECK-C. TOLLMANN (a cura di), *AIFM-Richtlinie – Kommentar*, München, 2013, *passim*; D. ZETSCHE-C. PREINER, *Scope of the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetsche, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 49 ss.; S. TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der AIFM-Richtlinie und des Dodd-Frank-Act unter ergänzender Einbeziehung des AIFM-Umsetzungsgesetzes und der EuVECA-VO*, Frankfurt am Main, 2016, *passim*, ove l'autrice indaga, in una prospettiva comparatistica tra Europa e Stati Uniti, la sostanziale affinità, quanto allo scopo, cioè in quanto risposte normative alla crisi finanziaria, della direttiva AIFM e del *Dodd-Frank-Act* (in tal senso, cfr. altresì E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 59 s., per il quale tale parallelismo si ricava già dal contenuto dei primi *considerando*).

Nell'ordinamento italiano, il recepimento della direttiva AIFM è stato realizzato attraverso l'adozione di atti normativi di diversi livelli. Innanzitutto, con le modifiche apportate al Tuf da parte del d.lgs. 4 marzo 2014 n. 44, che ha introdotto la disciplina di nuovi prodotti e, soprattutto, di un nuovo soggetto gestore, cioè la Sicaf, una nuova definizione di Oicr all'art. 1, comma 1, lett. k), Tuf, e una nuova disciplina del depositario. In secondo luogo, in attuazione dello schema fornito dall'art. 39 Tuf, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 marzo 2015, n. 30, ha riformulato i criteri generali che contraddistinguono l'attività degli Oicr italiani. Dal decreto in questione risultano cinque macrocategorie di Oicr, ossia 1) gli Oicvm, o fondi armonizzati Ucits; 2) Fia aperti e chiusi, laddove i primi consistono in fondi alternativi aperti, in cui la frequenza della possibilità di rimborso è prevista dal relativo regolamento, e Sicav; 3) Fia immobiliari; 4) Fia riservati a investitori professionali; 5) Oicr garantiti, ossia i fondi aperti o chiusi che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo attraverso la stipula di apposite convenzioni con banche o imprese di investimento. In seguito all'adozione del suddetto decreto, e sulla base della consultazione pubblica avviata dal Mef, il piano della normativa regolamentare ha visto numerose modifiche, con la modifica dei Regolamenti 'Intermediari' e 'Emittenti', quest'ultimo con delibera n. 19904, 8 gennaio 2015, e del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, in materia di organizzazione degli intermediari, ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, Tuf, e, infine, con l'adozione del Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio con provvedimento del 19 gennaio 2015. Per un resoconto del processo di recepimento della AIFMD nell'ordinamento italiano, cfr. R. LENER-C. PETRONZIO, *The AIFMD's Transposition in Italy*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 719 ss.

<sup>124</sup> E v. infatti l'art. 3, AIFMD, ove al paragrafo 4 rimette alla libera scelta dei gestori di fondo 'sottosoglia' di assoggettarsi alla disciplina della direttiva: si tratta, nello specifico, dei gestori il cui patrimonio gestito complessivamente ammonti a 100.000.000 di euro per i gestori che non ricorrono alla leva finanziaria, ovvero a 500.000.000 di euro per i Fia il cui regolamento non attribuisca agli investitori il diritto di rimborso per un periodo di cinque anni a partire dalla data di investimento iniziale nel Fia stesso.

analogamente a quanto fatto rispetto ai fondi UCITS. In questo senso, la direttiva sui gestori di fondi alternativi può considerarsi una diretta risposta del legislatore europeo alla crisi finanziaria esplosa nel 2007-2008, anche perché tra le cause di quest'ultima si sono ravvisate proprio le modalità e le strategie di gestione dei fondi alternativi, in quanto tendenti ad accrescere l'instabilità dei mercati, in particolare in ragione del loro massiccio ricorso alla leva finanziaria per l'acquisizione delle imprese partecipate<sup>125</sup>. Mentre la principale esigenza sottesa al sistema UCITS continua a essere quella di tutelare la posizione del risparmiatore, essenzialmente perseguita attraverso l'imposizione di regole di trasparenza e di prevenzione dei conflitti di interessi, la *ratio* della direttiva Gefia consiste, viceversa, nel tentativo di contenere i rischi sistemici generati dai soggetti non assimilabili ai gestori di fondi armonizzati, attraverso il loro assoggettamento ad un sistema di vigilanza unico<sup>126</sup>. Trattasi invero di soggetti che,

---

<sup>125</sup> Ciò si ricava già dai primi *considerando* alla direttiva AIFM, e in particolare dal terzo, ove si legge che *Le recenti difficoltà sui mercati finanziari hanno evidenziato il fatto che molte strategie dei GEFIA sono vulnerabili ad alcuni o a numerosi gravi rischi in relazione agli investitori, agli altri partecipanti ai mercati e ai mercati stessi. Per stabilire una disciplina completa e comune in materia di vigilanza, è necessario creare un quadro che consenta di affrontare detti rischi tenendo conto della vasta gamma di strategie e tecniche di investimento utilizzate dai GEFIA. Di conseguenza, è opportuno che la presente direttiva si applichi ai GEFIA che gestiscono tutti i tipi di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 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) (4), a prescindere dalle modalità giuridiche o contrattuali in base alle quali è stato loro attribuito l'incarico. È opportuno che i GEFIA non possano gestire OICVM ai sensi della direttiva 2009/65/CE sulla base di un'autorizzazione accordata ai sensi della presente direttiva.* Sul punto, si veda E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 60, p. 111, ove l'a. osserva infatti che «le esigenze di tutela connesse all'attività dei Fia «hanno piuttosto a che fare con l'esigenza di salvaguardia della stabilità finanziaria; esigenza, questa, essenzialmente correlata all'assenza di limiti alla leva finanziaria».

<sup>126</sup> Così M. STELLA RICHTER *jr*, *Prefazione*, cit., p. 7, per il quale «uno dei principali filoni della recente regolazione è rappresentato dal tentativo di disciplinare, in ottica macroprudenziale, il c.d. *Shadow Banking System*, ossia quel complesso di intermediari (quali, ad esempio, *loan-originating fund*, *hedge fund*, fondi di *private equity*, fondi di *venture capital*, fondi immobiliari, *commodity fund*, *money market fund*, fondi infrastrutturali, e via discorrendo), i quali operano, nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito alle imprese, parallelamente rispetto al sistema creditizio, ma senza farvi parte», riportando altresì come questo diverso sistema di finanziamento dell'attività imprenditoriale abbia finanche superato per dimensioni il sistema bancario tradizionale. In senso analogo, v. S. ALVARO, *Le partecipazioni di un FIA riservato ad investitori professionali in una società quotata e in altri fondi*, in *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, a cura di S. Alvaro e F. Annunziata, *Quaderni giuridici Consob*, n. 17, settembre 2018, p. 11, in part. alla nt. 3, ove riporta la medesima informazione, attinta dal *Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System* del 7 settembre 2016, redatto dal *Joint Committee of the European Supervisory Advisory (ESA)*, ove si legge che le risorse amministrate da attori riconducibili al c.d. sistema bancario ombra ammontano a 28.000 miliardi di euro: cifra superiore alle attività gestite dall'intero sistema bancario dell'Unione Europea (cfr. <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202016%2047%20RSC%20-%20Joint%20Risk%20Report%20-%20Autumn%202016%20-%20Public.pdf>). L'Autore riporta poi, alla p. 12, la definizione di *shadow banking* elaborata dal *Financial Stability Board (FSB)*, per il quale esso

da un lato, svolgono attività para-bancaria, che operano cioè su un piano parallelo rispetto alle banche nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito alle imprese, senza tuttavia avere, d'altro lato, presidi analoghi a fronte di potenziali crisi di liquidità <sup>127</sup>. Pertanto, il legislatore europeo, adottando una tecnica normativa originale, ha perseguito tale obiettivo attraverso la scelta del criterio *one size fits all*, vale a dire, identificando e disciplinando un unico gestore, destinatario della suddetta vigilanza, per tutti i tipi di fondi estranei alla disciplina UCITS <sup>128</sup>. Inoltre, quanto all'oggetto della gestione, le maggiori difficoltà interpretative, poste dalla direttiva Gefia, derivano proprio dalla connotazione in via negativa dei fondi di investimento alternativi, ossia per la loro caratterizzazione dal fatto di non rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva UCITS <sup>129</sup>, prescindendo da una puntuale analisi della struttura e della forma giuridica degli stessi. In quest'ultima prospettiva, con il d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, di recepimento della direttiva Gefia, il legislatore italiano, come è noto, ha colto tale occasione di modifica del Tuf per introdurre un nuovo organismo

---

consiste in «ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale», quindi un'attività di intermediazione che opera parallelamente rispetto al sistema creditizio nella raccolta del risparmio e nella conseguente erogazione del credito alle imprese. Il sistema bancario ombra, d'altro canto, non essendo sottoposto ai rigidi requisiti patrimoniali e di vigilanza previsti per le banche, in ragione dei suoi stretti legami con il settore finanziario regolamentato, come detto, comporta rilevanti rischi sistemici oltre che possibili arbitraggi regolamentari consistenti nello spostamento di attività dal settore regolamentato allo *shadow banking*; e v. infatti E. BARCELONA, *La gestione*, cit., spec. p. 111, p. 113; M.L. PASSADOR, *La mano*, cit., p. 106.

<sup>127</sup> Sul punto, cfr. J. ARMOUR-D. AWREY – P. DAVIES-L. ENRIQUES-J.N. GORDON-G. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, pp. 433 ss., i quali sottolineano come la raccolta di capitali attraverso il mercato esponga i gestori di Fia a possibili carenze di liquidità, dalle quali, viceversa, le banche sarebbero adeguatamente difese dal fatto di finanziarsi soprattutto attraverso i depositi, e di avere accesso, eventualmente, alla liquidità della banca centrale, e come ciò possa portare i Fia a ingenerare rischi di portata sistemica, in particolare in ragione della necessità di rimborsare alla scadenza gli investitori e del ricorso spropositato alla leva finanziaria.

<sup>128</sup> V., in luogo di altri, F. ANNUNZIATA, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, p. 337; M. STELLA RICHTER jr, *Prefazione*, cit., p. 7, per il quale nell'Unione Europea è in atto la «edificazione di un secondo pilastro della disciplina della gestione collettiva che provi a regolare, nella prospettiva del soggetto e non del prodotto, quella ormai vasta e varia realtà di gestori rappresentati da tutto quello che non rientrasse nell'universo degli *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (Ucits)*»: filone normativo che ruoterebbe intorno alla direttiva AIFMD, «la quale adopera un approccio aspecifico per disciplinare organizzazione e condotte di tutti quei soggetti che si identificano in negativo per il fatto di non gestire prodotti rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive della “famiglia Ucits”».

<sup>129</sup> V. infatti l'art. 4, paragrafo 1, lett. a), il quale stabilisce che ai fini della direttiva AIFMD per Fia si intendono *gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori allo scopo di investirli conformemente ad una politica d'investimento predefinita e a beneficio di tali investitori, e che non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE*.

di investimento in forma societaria, la Sicaf, per vero già implicitamente consentito dall'ampiezza del dettato dell'art. 1, paragrafo 3, della direttiva UCITS I (85/611/CEE)<sup>130</sup>. Tale approccio onnicomprensivo, probabilmente dettato dalla necessità di colmare il ritardo progressivamente accumulato dalle istituzioni europee nella regolamentazione della gran varietà di fondi diversi da quelli armonizzati ai sensi della direttiva UCITS<sup>131</sup>, fa sì che nell'ambito di applicazione della AIFMD rientri tutta una galassia di organismi di investimento collettivo, tra loro anche diversissimi in punto di oggetto del portafoglio d'investimento, quali *hedge funds*, fondi di *private equity*, fondi immobiliari, di infrastrutture e materie prime, *art funds*, e ogni altro tipo di fondi tipicamente riservato a investitori istituzionali<sup>132</sup>. Peraltro, appare fondato ritenere che una simile tecnica di regolamentazione sia andata a tutto vantaggio degli Stati membri storicamente più evoluti nella attività di gestione collettiva del risparmio, proprio perché, prescindendo dalle forme dei relativi organismi, riguarda esclusivamente il momento della gestione.

---

<sup>130</sup> Così L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 1094 ss.

<sup>131</sup> In questo senso F. ANNUNZIATA, *Gli OICR*, cit., p. 337 s., il quale osserva che «il grave ritardo accumulato dal legislatore europeo nel completare il quadro della disciplina europea degli OICR – dopo l'iniziale, e per molti versi pionieristico, intervento della Direttiva 85/611/CEE (la cosiddetta UCITS) – rendeva necessaria un'accelerazione del processo legislativo, che non poteva più procedere secondo un'impostazione che guardasse, innanzitutto, alle singole categorie o forme di prodotti della gestione collettiva, dovendo, di contro, introdurre regole di armonizzazione idonee a tagliare trasversalmente l'intera disciplina di settore, per quanto – ovviamente – non già disciplinato dalla Direttiva UCITS, e dai suoi vari aggiornamenti».

Diversamente, R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 388, ritengono invece che tale scelta sia stata imposta dalla sostanziale impossibilità di armonizzare tipi di fondi così diversi per natura, oggetto dell'investimento e regole di funzionamento, richiamando inoltre il decimo *considerando* della direttiva AIFM, ove si legge che *sarebbe eccessivo disciplinare la struttura o la composizione dei portafogli degli AIF gestiti da AIFM a livello di Unione e sarebbe difficile conseguire un'armonizzazione così vasta a causa della grande varietà di tipi di AIF gestiti dagli AIFM*.

<sup>132</sup> V., tra gli altri, E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., pp. 35 ss.; A. PERRONE, *Il diritto*, cit., p. 252, il quale rileva che, al contrario dei fondi UCITS, ove l'oggetto degli investimenti ammissibili è individuato con un grado di dettaglio assai elevato, «i fondi alternativi sono, di contro, destinati a coprire tutta l'area residua dei possibili investimenti, secondo una marcata varietà di modelli e con un livello di rischio assai più elevato». Oggetto dei fondi alternativi può infatti essere ogni genere di *beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale*, secondo la lettera dell'art. 4, comma 1, lett. f), decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015, n. 30, in attuazione dell'art. 39 Tuf. Cfr. altresì M.L. PASSADOR, *La mano*, cit., p. 104, nt. 17, ove l'autrice riporta il contenuto di una relazione della Assogestioni sulla direttiva AIFMD, all'epoca ancora in fase di gestazione, dalla quale si apprende che «i gestori italiani coinvolti nella direttiva sono al secondo posto in Europa per masse gestite dopo la Gran Bretagna per quanto riguarda i fondi *hedge*, e al terzo posto per i fondi immobiliari»: cfr. ASSOGESTIONI, *AIFMD – La proposta di direttiva in materia di gestori di fondi alternativi: sviluppi recenti*, consultabile all'indirizzo [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it). In relazione ai fondi d'arte (c.d. *art funds*), cfr. il lavoro monografico di S. SEGNALINI, *Art funds e gestione collettiva del risparmio*, Torino, 2016.



Sempre allo scopo di estendere al massimo il nuovo regime di vigilanza sull'attività di tutti i fondi estranei alla disciplina UCITS, per ricadere nell'ambito della direttiva sui gestori di fondi alternativi è sufficiente che la commercializzazione dei fondi o i relativi servizi di gestione siano svolti nel territorio di almeno uno degli Stati membri dell'Unione Europea. La direttiva si applica pertanto a tutti i Gefia, la cui sede si trovi in uno Stato membro o anche in uno Stato terzo <sup>133</sup>, che gestiscono uno o più Fia commercializzati nell'Unione, ovunque si trovi la sede di questi ultimi, introducendo sul punto una rilevante novità rispetto alla disciplina originaria della direttiva UCITS, la quale presupponeva che fondo e società di gestione fossero, rispettivamente, stabiliti e costituiti nel medesimo Stato membro <sup>134</sup>.

Peraltro, per quanto attiene ai rapporti tra Gefia e gestori di Oicvm, giova precisare, da un lato, che la direttiva Gefia, pur sconsigliando gli Stati membri dalla predisposizione di un regime di autorizzazione unico <sup>135</sup>, non esclude che i primi possano ottenere l'autorizzazione alla commercializzazione dei fondi normalmente gestiti dai secondi, e, dall'altro lato, che tale possibilità non si traduce nella previsione di un regime europeo di autorizzazione unico. Ciò costituisce, del resto, una conseguenza del carattere dicotomico della nozione normativa europea di gestione collettiva del risparmio, fondata sulla compresenza di una disciplina rivolta a uno specifico prodotto, l'Oicvm, e di una disciplina invece rivolta alla regolamentazione del soggetto che possa potenzialmente commercializzare e gestire una gran varietà di prodotti, che si connotano proprio per la loro diversità dall'Oicvm stesso <sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> Cfr. l'art. 37, direttiva AIFM.

<sup>134</sup> Ciò implicava che il passaporto europeo per i gestori di fondi OICVM, già istituito con la direttiva 'gestore' 2001/107/CE, che in teoria avrebbe consentito la gestione transfrontaliera di OICR armonizzati all'interno dell'Unione, risultava fortemente limitato dal punto di vista operativo, proprio per il necessario contestuale obbligo di costituzione (del fondo) e di stabilimento (del gestore) nello stesso Stato membro. Sul punto è peraltro intervenuta la UCITS IV, abrogando tale obbligo e potenziando verosimilmente lo strumento del passaporto europeo: sul punto, cfr. R. D'APICE, *Commento agli artt. 41 e 41-bis del TUF*, in *Leggi Commentate – Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, pp. 632 ss.

<sup>135</sup> Lo si ricava dall'ultimo periodo del terzo *considerando*, ove si legge che è opportuno che i GEFIA non possano gestire OICVM ai sensi della dir. 2009/65/CE sulla base di un'autorizzazione accordata ai sensi della presente direttiva; ma l'indicazione non è ribadita nell'articolato della direttiva.

<sup>136</sup> Sul punto, con particolare chiarezza R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 388 s.: «La descritta dicotomia tra disciplina del prodotto e regolamentazione del gestore ha impedito la formazione di un concetto comunitario di “gestione collettiva trasversale”, che comprenda qualunque tipologia di organismo di investimento collettivo. Da qui la doppia autorizzazione richiesta dalla AIFMD».

Diversamente, l'ordinamento finanziario italiano conosce una nozione unitaria di gestione collettiva del risparmio e, conseguentemente, un unico regime di autorizzazione allo svolgimento in via professionale di tale servizio, trattando la gestione di Fia e di Oicvm alla stregua di due manifestazioni del medesimo fenomeno, quali, in effetti, sono <sup>137</sup>. Ad ogni modo, anche la AIFMD prevede, analogamente alla attuale disciplina UCITS, che l'autorizzazione rilasciata dall'Autorità di vigilanza di uno Stato membro comporti l'attribuzione di un c.d. passaporto europeo per il gestore beneficiario, il quale sarà dunque abilitato a commercializzare i suoi prodotti in ogni Stato membro. Ne consegue, in coerenza con il regime di libera commercializzazione dei prodotti in seno agli Stati membri dell'Unione Europea, che un unico provvedimento di autorizzazione, da parte dell'Autorità di vigilanza di uno Stato membro, a commercializzare sia Fia che Oicvm, abiliti il gestore, appunto, a esercitare tale servizio unitariamente, anche nel caso in cui il diverso Stato membro nel quale si trovi a operare preveda invece un regime di autorizzazione bipartito.

Dal punto di vista strutturale, accanto alla caratterizzazione per via negativa dei fondi alternativi, cioè dalla circostanza della loro esclusione dal perimetro della disciplina UCITS, la direttiva Gefia ha introdotto, all'art. 4, paragrafo 1, lett. a), i), anche una nozione normativa dei Fondi di investimento alternativi, come *gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori.*

Tale formulazione ampia e, a sua volta, scarsamente definitoria, unitamente all'esclusione dall'ambito di applicazione della direttiva UCITS, risponde, come accennato sopra, all'esigenza di far rientrare nel campo della AIFMD tutte le ulteriori categorie di fondi operanti sul mercato, le quali risultano individuate da normative regolamentari di dettaglio. Inoltre, la definizione appena riportata risulta coerente con la nozione di Oicr di cui all'art. 1, comma 1, lett. j), Tuf, e da altre disposizioni ivi

---

<sup>137</sup> Tale regime di autorizzazione unitario è consacrato all'art. 34, comma 1, Tuf, il quale stabilisce che *La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza le Sgr all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio con riferimento sia agli OICVM sia ai FIA, nonché all'esercizio del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini*, quando ricorrono una serie di condizioni precisate dal prosieguo della disposizione. Tuttavia, l'art. 35 Tuf precisa che l'albo delle Sgr tenuto dalla Banca d'Italia è diviso in due sezioni, dedicate rispettivamente ai gestori di Oicvm e di Fia.

contenute, sia sotto il profilo della necessaria pluralità di investitori, requisito comunque integrato dalla presenza anche di un solo investitore, che però abbia a sua volta raccolto capitali da una pluralità di persone, in ossequio alle indicazioni contenute nel documento ESMA 2013/611<sup>138</sup>; sia sotto il profilo della politica di investimento predefinita, assente nella disciplina dei fondi armonizzati ai sensi della direttiva UCITS, e ciò in quanto la stessa «dedica ampio spazio alla regolamentazione non già di una, astratta, politica di investimento dei fondi, bensì all'identificazione della, specifica politica di investimento che questi fondi devono rispettare per essere armonizzati, i.e., conformi alla direttiva»<sup>139</sup>; sia, infine, sotto il profilo della autonomia della gestione, che, tuttavia, risulta rimodulato rispetto ai fondi di investimento alternativo, presumibilmente in ragione della loro possibile, e, anzi, normale destinazione a investitori professionali. Difatti, una delle tradizionali caratteristiche della gestione collettiva del risparmio consiste appunto nella integrale discrezionalità dell'attività di investimento del gestore professionale di patrimoni, nella quale viene peraltro rinvenuto uno dei principali ostacoli alla riconduzione dello schema gestorio in questione entro il contratto di mandato, e altresì coerente con la necessità di svolgere tale attività di investimento nell'interesse dell'intera platea dei partecipanti al fondo. Viceversa, rispetto ai Fia, da un lato, la direttiva Gefia ammette una parziale disparità di trattamento tra gli investitori, prevedendo che alcuni di essi possano beneficiare di un regime di favore in punto di obblighi informativi<sup>140</sup>, e, dall'altro lato, è sufficiente che ai partecipanti 'in qualità di gruppo collettivo' non sia attribuita discrezionalità o controllo *su base giornaliera*<sup>141</sup>. Da ciò si evince, *a contrario*, che il regolamento del fondo possa attribuire, ma solo a singoli partecipanti,

---

<sup>138</sup> Cfr. gli *Orientamenti sulla "pluralità di investitori"*, VIII, 18., p. 6, negli *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, approvati in data 13 agosto 2013, sul cui contenuto e sulla cui portata precettiva si avrà modo di tornare in seguito.

<sup>139</sup> Così R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 402.

<sup>140</sup> Cfr. l'art. 12, paragrafo 1, lett. f), il quale stabilisce, per vero un po' ambiguamente, che *gli Stati membri assicurano che in ogni momento i Gefia [...] trattino in modo equo tutti gli investitori dei Fia*, salvo precisare, subito dopo, che *nessun investitore di un FIA ha un trattamento di favore, a meno che tale trattamento di favore sia previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA pertinente*; e l'art. 23, paragrafo 1, lett. j), AIFMD, il quale, rispetto agli obblighi informativi del Gefia nei confronti degli investitori, prevede *una descrizione del modo in cui il GEFIA garantisce l'equità di trattamento degli investitori e, quando un investitore ottiene un trattamento preferenziale o il diritto di ottenere un trattamento preferenziale, una descrizione del trattamento preferenziale, il tipo di investitori che ottengono tale trattamento preferenziale nonché, ove pertinente, i loro legami giuridici o economici con il FIA o il GEFIA*.

<sup>141</sup> Così i sopracitati *Orientamenti ESMA*, VI, 12, lett. c), p. 6.

speciali diritti di ingerenza nella gestione, in coerenza col fatto che le quote dei Fia possono essere destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali, i quali non hanno dunque il medesimo interesse, proprio dei piccoli risparmiatori, che tradizionalmente investono in organismi di gestione collettiva, di delegare ad un professionista del settore l'investimento delle risorse conferite.

Dalla medesima circostanza deriva la più rilevante caratteristica dei fondi di investimento alternativi, e che rinnova l'interesse per le questioni applicative che derivano dal contatto dei fondi comuni di investimento con la disciplina societaria, ossia il fatto che agli stessi possano essere imputate partecipazioni rilevanti o di controllo nelle imprese partecipate. Invero, la possibilità di avere come sottoscrittori delle quote del fondo investitori professionali, finanche in via esclusiva nei Fia 'riservati', implica che rispetto ad essi non si pone né la necessaria elevata diversificazione dell'investimento, caratteristica dei tradizionali fondi UCITS, che, dalla prospettiva societaria, si traduce nella posizione di tali fondi come azionisti 'istituzionalmente' di minoranza<sup>142</sup>, né, più in generale, le garanzie e le tutele previste dalla loro disciplina a favore degli investitori *retail*<sup>143</sup>. Infatti, nella disciplina precedente alla emanazione della direttiva Gefia, le problematiche derivanti dalla imputazione della titolarità di partecipazioni sociali ai fondi comuni di investimento venivano affrontate, in una prospettiva di limitazione della stessa, con riguardo ad una prospettiva di tutela del principio gestionale della diversificazione degli investimenti<sup>144</sup>. È d'uopo precisare che le limitazioni volte a inibire ai fondi UCITS la detenzione di partecipazioni di controllo sia stata poi estesa, dal Regolamento della Banca d'Italia

---

<sup>142</sup> Cfr. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 318.

<sup>143</sup> In tal senso, cfr. S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 15, ove si sottolinea il particolare rilievo del fatto che «mentre per i fondi UCITS è prevista una stringente disciplina in materia di acquisto di una partecipazione rilevante o di controllo in una società quotata, questa disciplina non è presente per i fondi alternativi riservati»; ID., *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Riv. banc.*, 2017, 6, pp. 601 ss.; E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 40 s.

<sup>144</sup> Sul punto v. R. COSTI, *Fondi comuni*, cit., pp. 89 ss.; F. VELLA, *Art. 40*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, pp. 357 ss. Nella medesima prospettiva di limitazione delle partecipazioni sociali detenibili dai fondi, erano posti a presidi volti a garantire al fondo un'adeguata liquidabilità degli investimenti, di impedimento a che la gestione del fondo fosse effettuata, dalla Sgr, in una prospettiva commerciale, cioè di perseguimento degli interessi delle società partecipate, e non dei partecipanti al fondo. Parimenti, tali limitazioni dovevano anche servire a impedire che l'attività, eminentemente finanziaria, di gestione collettiva del risparmio, si trasformasse nella diversa attività propria delle *holding* di partecipazioni, di valorizzazione delle società partecipate tramite un'attività di carattere commerciale o industriale.

sulla gestione collettiva del risparmio, anche ai fondi Fia non riservati a investitori professionali, appunto sul presupposto della loro destinazione prevalente a investitori *retail*<sup>145</sup>.

##### *5. La detenzione di partecipazioni rilevanti o di controllo in capo ai Fia*

Il legislatore europeo non ha riprodotto le limitazioni viste poc' anzi per i fondi di investimento alternativi riservati a investitori professionali, i quali sono quindi liberi di acquisire partecipazioni rilevanti o di controllo, di società quotate e non quotate.

Sul punto, occorre precisare, da un lato, che l'art. 4, paragrafo 1, lett. i), AIFMD, rinvia, per la nozione di "controllo", all'art. 1, paragrafo 1, dir. 83/359/CEE, la quale include anche acquisti del controllo realizzati mediante la stipulazione di patti parasociali con altri soci, laddove, dall'altro lato, l'art. 26, paragrafo 5, AIFMD, stabilisce espressamente che, per controllo ai fini della sezione dedicata agli obblighi imposti in caso di acquisto del controllo, rileva solo la detenzione di oltre il cinquanta per cento delle azioni con diritto di voto delle società partecipate: salvo poi precisare, all'ultimo periodo, che ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 28,

---

<sup>145</sup> V. il *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* della Banca d'Italia, a seguito delle modifiche del 17 gennaio 2017, il quale prevede, al Titolo V, Capitolo III, Sezione II, paragrafo 3, 1. *Limiti agli investimenti in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto, in quanto un fondo non può investire più del 5% del totale delle proprie attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente; 2. Limiti riferiti al patrimonio del fondo, in quanto lo stesso non può investire più del 20% del totale delle proprie attività in strumenti finanziari, depositi bancari o esposizioni ottenute tramite derivati di uno stesso soggetto; 3. Limiti ai diritti di voto, in quanto una SGR può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al 10% se la società è quotata e al 20% se la società non è quotata.*

Inoltre, i paragrafi 6.1 e 6.2 prevedono inoltre ulteriori limiti alla detenzione di strumenti finanziari di uno stesso emittente riferiti alla generalità dei fondi gestiti, rispettivamente con o senza diritto di voto. Ai sensi del paragrafo 6.1 *Una Sgr non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al 10 per cento se la società è quotata e al 20 per cento se la società non è quotata. In ogni caso una SGR non può, tramite i fondi aperti o patrimoni di SICAV che gestisce, esercitare – anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto – il controllo o l'influenza notevole sulla società emittente. Ai soli fini dei presenti limiti, non rileva la sospensione dalla quotazione degli strumenti finanziari che attribuiscono i diritti di voto. Ai fini dei limiti stabiliti nel presente paragrafo, ciascuna SGR deve computare i diritti di voto concernenti i fondi aperti e i patrimoni di SICAV che essa gestisce, salvo che i diritti di voto siano attribuiti – ai sensi dell'art. 40, comma 3, TUF – alle SICAV stesse.* Dall'altro lato, il paragrafo 6.2 stabilisce che un OICVM non può detenere, con riferimento al totale delle singole categorie di strumenti finanziari di un unico emittente, un ammontare superiore al: a) 10 per cento del totale delle azioni senza diritto di voto di uno stesso emittente; b) 10 per cento del totale delle obbligazioni di uno stesso emittente; c) 25 per cento del totale delle parti di uno stesso OICVM o FIA aperto; d) 10 per cento del totale degli strumenti del mercato monetario di uno stesso emittente.

paragrafi 1, 2, e 3, e all'art. 30, AIFMD, vale la nozione di controllo di cui all'art. 5, paragrafo 3, direttiva 2004/25/CE, concernente le offerte pubbliche d'acquisto, che a sua volta rinvia alla disciplina vigente negli Stati membri <sup>146</sup>. Rispetto all'ordinamento italiano, ne consegue che troveranno applicazione le disposizioni dettate dal Tuf sulla nozione di controllo ai fini delle offerte pubbliche di acquisto nelle società quotate, mentre per le società non quotate rileva la nozione di controllo azionario di diritto di cui all'art. 2359, comma 1, n. 1, c.c.

L'esito di tale tecnica legislativa, che di certo non eccelle in linearità, è che, in linea di massima, rispetto agli obblighi di comunicazione conseguenti all'acquisto di partecipazioni rilevanti o di controllo <sup>147</sup>, e quanto al c.d. divieto di disaggregazione, rileva anche l'acquisto del controllo realizzato in virtù dell'adesione ad un accordo parasociale, ma solo nelle società quotate. Come si approfondirà oltre, ciò ha delle rilevanti conseguenze sulla conformazione dell'ambito di applicazione soggettivo della disciplina del controllo contenuta nella AIFMD, e in particolare del divieto di disaggregazione <sup>148</sup>.

In sintesi, esistono particolari obblighi di *disclosure*, in capo al Gefia, di comunicare entro dieci giorni, all'Autorità di vigilanza dello Stato membro in lo stesso cui ha sede, il raggiungimento o la riduzione al di sotto di determinate soglie, che variano a seconda del fatto che la società *target* sia quotata o meno. Inoltre, la direttiva Gefia ha altresì introdotto l'obbligo per il gestore di fondi alternativi di comunicare alla società partecipata, di cui acquisisca il controllo, e ai soci della stessa, le proprie intenzioni rispetto alla futura attività sociale e alle fonti di finanziamento

---

<sup>146</sup> Invero, l'art. 5, paragrafo 3, AIFMD, stabilisce che *la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo [...] e le modalità di calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale*. Quindi, prendendo in considerazione un'ipotetica società avente sede in Italia, i criteri legali per determinare l'acquisto del controllo saranno quelli di cui all'art. 2359 c.c., ivi compreso l'acquisto del controllo contrattuale.

<sup>147</sup> Sul punto, v. S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 19; L. MULA, *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *Riv. dir. banc.*, 2014; E. STRIPPOLI, *Le Sgr e le partecipazioni rilevanti*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 239 ss.

<sup>148</sup> Infatti, la persistente vigenza della nozione di controllo di cui all'art. 25, paragrafo 5, AIFMD, avrebbe avuto quale conseguenza l'inapplicabilità del divieto in questione alle ipotesi in cui un fondo alternativo, titolare di una percentuale di diritti di voto inferiore al cinquanta per cento, avesse superato la suddetta percentuale operando in concerto con altri soggetti che non fossero, a loro volta, fondi alternativi.

dell'acquisizione <sup>149</sup>. Nelle intenzioni del legislatore europeo, tale obbligo, come d'altronde lo stesso divieto di disaggregazione, rispondono alla necessità di scongiurare il rischio che fondi *hedge* ovvero fondi di *private equity* possano condurre la loro attività di investimento in modo opportunistico, in una prospettiva di valorizzazione delle partecipazioni nel breve termine, ma dissolutiva di ricchezza imprenditoriale.

Da quanto osservato consegue che rispetto ai fondi UCITS, i quali rivestono necessariamente la posizione di soci di minoranza, i problemi connessi alla detenzione, da parte loro, di partecipazioni sociali, sono limitati, e comunque diversi da quelli dipendenti dalla posizione nelle società dei fondi alternativi. Rispetto ai primi, la diversificazione del rischio implica il possesso di partecipazioni sociali quantitativamente limitate, il cui ammontare risulta normalmente inferiore alle soglie previste dalla disciplina societaria per l'esercizio di particolari diritti sociali e, nello specifico, per l'esercizio dei c.d. diritti delle minoranze: il che ha portato alla caratteristica cooperazione di tali fondi, in seno alle società da loro partecipate, e in particolare nella presentazione di liste di candidati alle cariche sociali <sup>150</sup>.

---

<sup>149</sup> Ciò è stabilito dall'art. 28, paragrafo 2, AIFMD, ripreso dall'art. 45, comma 2, Tuf, e specificato dall'art. 28-*undecies*, Reg. Emittenti, ai sensi del quale *la Sgr che gestisce il Fia garantisce che lo stesso, nella comunicazione alla società e ai soci di cui all'articolo 45, comma 2, lettere a) e b), del Testo Unico, renda note le sue intenzioni in relazione all'attività futura della società di cui ha acquisito il controllo e alle ripercussioni probabili sull'occupazione nonché qualsiasi modifica significativa delle condizioni di lavoro [...]*.

<sup>150</sup> Sul tema, si vedano già R. LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno di documentazione e ricerca Assogestioni n. 23, Roma, 2000, p. 282 s.; G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, pp. 128 ss., e, più di recente, M. STELLA RICHTER *jr*, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario* <sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, pp. 791 ss.; C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 141; M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, III, pp. 2097 ss.; G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015, p. 109; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, spec. pp. 64 ss.; S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 20, il quale osserva che «spesso gli investitori istituzionali hanno dovuto esercitare il diritto riconosciuto loro dai menzionati articoli [artt. 147-*ter*, 148, TUF] proponendo liste appoggiate da una pluralità di fondi (facenti capo ad Assogestioni). Onde evitare che tali forme di coordinamento potessero essere lette come una forma di controllo sulla società realizzato tramite un'azione concertata, detti fondi hanno dovuto presentare liste con un numero di candidati inferiore alla metà dei componenti da eleggere (sia per l'elezione dell'organo amministrativo che di quello di controllo). Famosi, tra i tanti, sono i casi accaduti nel corso delle assemblee di Telecom dell'aprile del 2014, di Unicredit del 2015 e di UBI del 2016, nei quali la lista presentata dai fondi per la nomina dei membri del consiglio di amministrazione (del consiglio di sorveglianza nel caso di UBI) ha ottenuto la maggioranza relativa dei voti, superando la lista presentata dai rispettivi soci di maggioranza, ma non

Diversamente, i Fia sono legittimati all'acquisto e alla detenzione di quote di controllo, in società quotate e non quotate, di modo che rispetto ad essi il distacco dal principio della necessaria diversificazione degli investimenti ripropone il rischio che i gestori abbandonino la loro consueta vocazione all'investimento di carattere eminentemente finanziario per abbracciarne una diversa, analoga a quella delle *holding* di partecipazioni, in cui, tuttavia, l'acquisto e la gestione delle partecipazioni è pur sempre servente ad un'attività industriale. Ne scaturisce la possibilità che, all'esito dell'attività dei Fia, possano porsi i medesimi possibili conflitti di interessi caratteristici delle *holding*, nel senso che le politiche gestionali assunte dai Fia di controllo potrebbero essere dirette a realizzare interessi di carattere industriale o commerciale nelle società partecipate, e non invece quelli, finanziari, alla valorizzazione dell'investimento, dei partecipanti al fondo, nella misura in cui tali distinti ordini di interessi non coincidano; ovvero, che il Fia assuma partecipazioni di controllo in società concorrenti tra loro, avvantaggiando quella della quale detenga una partecipazione più consistente rispetto all'altra. Peraltro, sotto questo profilo è interessante notare come tali interrogativi, più di recente riproposti in tema di gestione collettiva del risparmio <sup>151</sup>, fossero già stati individuati da risalente dottrina, non solo rispetto all'attività delle *holding*, ma anche in relazione all'attività degli istituti bancari, e quindi alla possibile commistione tra attività bancaria e industriale <sup>152</sup>.

---

ha ottenuto la nomina della maggioranza degli amministratori proprio perché composta da un numero di amministratori inferiore alla metà dei componenti da eleggere».

<sup>151</sup> Si veda in particolare R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., pp. 319 ss.

<sup>152</sup> Quanto alle *holding*, si allude all'opera, più volte citata, di B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 119 ss., pp. 256 ss., (e v. anche ID., *Responsabilità nel e del gruppo (Responsabilità della capogruppo, degli amministratori, delle varie società)*, in AA. VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996, pp. 1489 ss.), ove l'A., da un lato, già ben prima della riforma delle società di capitali del 2003, affermava la doverosità di una direzione unitaria della capogruppo rispetto all'attività delle società controllate e, dall'altro lato, proponeva una possibile ricostruzione della disciplina antitrust applicabile all'attività della *holding* di controllo, in cui l'A. affermava che sicuramente restrizioni di concorrenza realizzate attraverso la formazione di un gruppo ricadevano nel divieto. In questa prospettiva, la *holding* consentiva di attuare una direzione unitaria delle varie società coordinandone l'azione con possibili restrizioni di concorrenza e tentativi di dominare il mercato. Così si sarebbero potute sanzionare sia possibili restrizioni orizzontali, quando la *holding* avesse controllato società operanti nel medesimo settore, sia verticali quando la *holding* avesse controllato società operanti in settori diversi, indirizzandole verso una politica economica unitaria ad esempio imponendo all'una società di acquistare beni prodotti da un'altra società facente parte del gruppo o dalla stessa *holding*, impedendole così di acquistare liberamente quanto di meglio abbia da offrire (e per un simile caso pratico, che risulta tuttora di interesse, cfr. il contributo di R. NOBILI, *Giurisprudenza antimonopolistica americana*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 582). Chiaramente che una *holding* controllasse più operanti era in sé perfettamente lecito, ma non quando ciò avesse potuto dar luogo a restrizioni concorrenziali. Ad esempio, qualora la operante fosse amministrata dal socio di maggioranza *holding* o da un amministratore da lui nominato, il quale avesse amministrato nei rapporti esterni non per conto della società in cui avesse ricoperto la carica di



La scelta legislativa di non prevedere limiti funzionali alla diversificazione dell'investimento, così come quelli relativi al ricorso alla leva finanziaria e a garantire la pronta liquidabilità delle partecipazioni, come già visto, è giustificata dal fatto che queste ultime sono regole essenzialmente concepite in un'ottica "microprudenziale", ossia volta a tutelare il risparmiatore *retail*. Pertanto, il legislatore italiano, da un lato, recependo tali coordinate sistematiche dal diritto europeo, pare abbia delegato all'autonomia privata il compito di prevenire simili situazioni, nel senso che la gestione dei conflitti di interesse sarà essenzialmente disciplinata a livello contrattuale, tra partecipanti al fondo e gestore, nel Regolamento del fondo stesso <sup>153</sup>. Dall'altro lato, in tema di conflitto di interessi, si è adottata un'unica impostazione, valevole sia per i fondi UCITS che per i Fia, volta alla prevenzione delle situazioni di conflitto «facendo perno sugli assetti procedurali ed organizzativi interni alle Sgr piuttosto che sulle regole di trasparenza nei confronti degli investitori» <sup>154</sup>. Ciò si è tradotto nell'adozione di una disciplina normativa unitaria in tema di regole di condotta che il gestore è tenuto a osservare nei confronti dei partecipanti, attualmente rinvenibile all'art. 35-*decies*, Tuf, e alla Parte V, Titolo V, del Regolamento congiunto Consob-

---

amministratore, ma sia in tale qualità, sia per conto del socio di maggioranza-*holding*: in questo caso, secondo l'A., sarebbe esistita una società di fatto tra holding e operante, manifestandosi gli elementi idonei a integrare la fattispecie dell'art. 2247 c.c. Per esempio, i creditori saranno portati a entrare in certi rapporti non con la società operante a responsabilità limitata che sappiano avere scarsa consistenza economica, bensì col socio di maggioranza-*holding* forte economicamente. In tal caso, ove si fosse accertata l'esistenza di una società di fatto, dovendosi applicare la disciplina della s.n.c. irregolare, la *holding*, in quanto socio, sarebbe stata illimitatamente responsabile.

Sulla possibile problematica sovrapposizione tra fondi comuni e attività di *holding*, vedi anche R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1984, I, pp. 273 ss. mentre rispetto all'attività delle banche analoghe considerazioni, ancora attuali, possono leggersi in A. ASQUINI, *Conflitto d'interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*, in *Scritti giuridici*, Padova, 1936, pp. 163 ss. (già edito in *Riv. dir. comm.*, 1919, II, pp. 652 ss.), il quale illustra una situazione simile a quella evocata nel testo, allorché, tra gli esempi di situazioni in cui un interesse particolare del socio sia in conflitto con quello della società, richiama l'attenzione sull'ipotesi in cui «una banca che sia impegnata con una data società in una speculazione industriale e che tema la concorrenza di un'altra società, troverà comodo entrare in quest'altra società e valersi della qualità di socio così acquistata per fare piegare quest'ultima società a discrezione della prima. È vero che la banca che agisca in una società per interessi extra-sociali, si espone, come partecipe di questa società, ad una perdita. Ma ciò vuol dire solo che la banca agirà in tal modo, solo quando saprà che le perdite, a cui andrò incontro come partecipe della società destinata a fare le spese dell'operazione, saranno largamente compensate dal vantaggio che essa banca ricaverà come partecipe dell'altra impresa destinata ai profitti dell'operazione. Cosicché in conclusione in una situazione simile si potrebbe verificare il paradosso, che l'appoggio delle banche sia ambito e ricercato dalle società non per la collaborazione positiva che queste ne possano sperare ai fini sociali, ma per l'azione negativa che ne possano sperare nel seno delle società concorrenti, con cui hanno rapporti d'affari».

<sup>153</sup> In questo senso, S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 21; R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 408; A. PERRONE, *Il diritto*, cit., p. 249 s.

<sup>154</sup> Così S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 22.

Banca d'Italia <sup>155</sup>. Nello specifico, l'art. 35-*decies*, comma 1, lett. b), Tuf, sembra tenere conto della possibile interferenza tra gli interessi dei diversi fondi in portafoglio del medesimo gestore, anche nei termini suindicati <sup>156</sup>, rimettendone la soluzione al livello regolamentare, laddove stabilisce che *le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: [...] si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agiscono in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti*; e, soprattutto, la lettera e) contiene il principio secondo il quale *provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge*.

Accanto a tali generici principi, l'unica disciplina normativa vigente, che affronta esplicitamente uno tra i possibili problemi derivanti dalla detenzione di partecipazioni sociali di controllo da parte di fondi comuni, è quella relativa al divieto di disaggregazione, la quale, peraltro introducendo limiti piuttosto penetranti all'esercizio delle prerogative connesse alla partecipazione stessa, viene ad assumere una notevole importanza dal punto di vista sistematico, e legittima l'interrogativo sulla possibilità di rinvenire in capo alla Sgr, ovvero allo stesso fondo gestito, l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento, rilevante *ex artt. 2497 ss., c.c.* <sup>157</sup>. Invero, in

---

<sup>155</sup> Sul punto, cfr. in particolare G. FRATI, *Conflitti di interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 493 ss.

La direttiva sui gestori di fondi alternativi, all'art. 12, si limita a prevedere regole di comportamento assai generali, del seguente tenore: *Gli Stati membri assicurano che in ogni momento i Gefia: a) agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la correttezza dovute nell'esercizio della loro attività; b) agiscano nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato; c) dispongano delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle proprie attività e le utilizzino in modo efficace; d) adottino tutte le misure ragionevoli per evitare conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, per individuare, gestire e controllare e, se del caso, comunicare tali conflitti di interesse, al fine di evitare che essi incidano negativamente sugli interessi dei FIA e dei loro investitori e di garantire che i FIA che gestiscono siano trattati in modo equo; e) rispettino tutti gli obblighi regolamentari applicabili all'esercizio delle loro attività in modo da promuovere gli interessi dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e l'integrità del mercato; f) trattino in modo equo tutti gli investitori dei FIA*; fermo restando che, come già visto, *nessun investitore di un FIA ha un trattamento di favore, a meno che tale trattamento di favore sia previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA pertinente*.

<sup>156</sup> V. sopra, nt. 153.

<sup>157</sup> In tema, v. G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo tra integrazione e autonomia*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, pp. 563 ss. (edito anche in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 191 ss.), il quale si interroga sulla questione se i fondi in gestione di una Sgr, così come le società dagli stessi controllate, possano essere considerate al pari di società appartenenti ad un medesimo gruppo societario, con le relative conseguenze in punto di disciplina applicabile; v. inoltre, L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*,

caso di risposta positiva, si pongono interessanti interrogativi sulla possibilità di riconoscere ai soci delle società controllate tramite un fondo di investimento alternativo, gli strumenti di tutela che la disciplina societaria riconosce ai soci delle società controllate nei confronti della capogruppo, così come sulla opportunità di estendere alla Sgr capogruppo il relativo regime di responsabilità <sup>158</sup>.

In questa prospettiva, di adeguamento della disciplina della partecipazione sociale con la sua oramai fisiologica interferenza con il fenomeno della gestione collettiva del risparmio, e nello specifico con l'attività di gestione dei fondi di investimento alternativi, l'indagine del tema della detenzione di partecipazioni di controllo da parte dei Fia, e soprattutto l'interrogativo sull'applicabilità della disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento, va accompagnata da quella relativa all'esercizio del diritto di voto da parte degli stessi, in particolare alla luce del conflitto di interessi che può emergere tra l'attività finanziaria, di valorizzazione del complessivo pacchetto di partecipazioni che determina il valore della quota del partecipante al fondo, e l'attività imprenditoriale esercitata nelle società partecipate, funzionale alla valorizzazione della singola società. Ciò si ricollega altresì al tema della responsabilità del gestore di patrimoni per conto altrui nell'espletamento della sua attività, tuttavia non nei confronti dei propri clienti, secondo una prospettiva già adeguatamente esplorata <sup>159</sup>, bensì nei confronti della società partecipata e dei suoi soci, e quindi in una prospettiva endosocietaria.

---

Milano, 2018, spec. pp. 44 ss., che, tra l'altro, ripropone l'interrogativo, a suo tempo analizzato rispetto all'attività delle *holding* di partecipazioni, relativo alla imputabilità di un'attività d'impresa alla Sgr ovvero al fondo stesso, laddove l'Autore predilige la seconda opzione, sulla base della considerazione per la quale l'autonomia patrimoniale 'perfetta' del fondo comune equivarrebbe funzionalmente alla titolarità della personalità giuridica (e sul punto, v. P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, spec. pp. 842 ss., il quale, tuttavia nella prospettiva della responsabilità patrimoniale, e non in quella della imputazione di un'attività, prende atto di tale equivalenza funzionale), rendendo quindi possibile l'imputazione allo stesso fondo di un'attività d'impresa, per così dire, in via 'mediata'.

<sup>158</sup> In tal senso, v. G. FERRI jr, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista ODC*, 2015, p. 3.

<sup>159</sup> Per tutti, v. P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1138 ss.; G. FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 422 (edito anche in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 689 ss.); P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 739 ss.

Infatti, «va superata la pur naturale tendenza a ragionare come se il tipico socio delle società aperte sia una persona fisica o un soggetto collettivo (una persona giuridica) portatore di un “interesse proprio” (qualsiasi cosa ciò possa voler dire nel caso delle società); si deve invece, quantomeno in una interpretazione basata sul metodo tipologico, avere costantemente presente che gli investitori, gli azionisti e, non di rado, anche i soci di riferimento e di controllo sono oggi essenzialmente fondi: patrimoni autonomi gestiti in (tendenziale) autonomia da gestori professionali e istituzionali nell’interesse di altri e con logiche e politiche strutturalmente diverse da quelle del singolo investimento»<sup>160</sup>. A parte l’elemento formale, ciò che rischia di mettere in crisi l’effettività della disciplina societaria rispetto alla partecipazione sociale detenuta da fondi comuni appare infatti essere il peculiare assetto di interessi ad essi sottostante, di carattere eminentemente finanziario, come invero avvertito già da tempo da una parte della dottrina, il che ha finanche portato a porre in discussione l’idoneità della disciplina offerta dal codice civile a regolare adeguatamente il diritto del mercato finanziario<sup>161</sup>.

Peraltro, dalla affermazione della possibilità di imputare ai fondi di investimento alternativi il controllo di società quotate, scaturiscono ulteriori ricadute dal punto di vista normativo, in quanto occorrerebbe conformare l’applicazione di alcune regole specifiche del diritto delle società quotate all’ipotesi in cui la partecipazione di controllo sia detenuta per conto e nell’interesse di un patrimonio autonomo, gestito in monte, quale è un fondo comune di investimento<sup>162</sup>.

---

<sup>160</sup> Così M. STELLA RICHTER *jr*, *Prefazione*, cit., p. 9.

<sup>161</sup> Cfr., P. FERRO-LUZZI, *L’assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 191 ss., il quale infatti osserva come la ricchezza abbia ormai assunto natura prevalentemente finanziaria, laddove il codice civile del 1942 «pone al centro dei valori economici la proprietà, poi soprattutto fondiaria, e se si occupa di impresa, si occupa di impresa industriale; di finanza nel Codice Civile non vi è nulla [...] se ciò è vero, allora occorrerebbe adottare una estrema cautela prima di applicare al settore finanziario principi, regole, e disciplina proprie, tipiche del diritto privato». Cfr. anche M. STELLA RICHTER *jr*, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 196 ss., spec. p. 202, il quale osserva come i soci di controllo sia privati che pubblici tendano a perseguire una concezione dell’interesse sociale «che privilegia gli aspetti finanziari dell’attività d’impresa rispetto a quelli prettamente industriali».

<sup>162</sup> La circostanza è ben evidenziata da S. ALVARO, *Le partecipazioni*, cit., p. 24, il quale al riguardo individua una serie di interessanti interrogativi, tra i quali se la valutazione dei requisiti di indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo della società quotata partecipata (artt. 147-*quinquies*, 148, TUF) debba essere effettuata anche rispetto agli organi della Sgr che gestisce il fondo titolare della partecipazione di controllo; le modalità di applicazione della disciplina sulle partecipazioni reciproche (art. 121 TUF), e della disciplina sull’acquisto di azioni proprie della partecipata ovvero della controllante, e se per azioni proprie debbano intendersi anche le quote del fondo controllante; infine, «come si atterrebbe l’istituto del dividendo maggiorato e del

Dall'evoluzione normativa passata in rassegna possono trarsi le seguenti conclusioni di ordine generale. Il sistema legislativo più risalente era basato sulla esclusiva considerazione dei fondi comuni di investimento come fenomeno di investimento collettivo basato su una necessaria diversificazione del rischio: circostanza che, dalla prospettiva delle società da essi partecipate, li rendeva soci necessariamente di minoranza e interessati ad una valorizzazione 'sistematica' del mercato oggetto di investimento. In seguito alle modifiche apportate dalla direttiva Gefia, invece, essi possono venire in considerazione anche come soci di controllo: ipotesi che è positivamente contemplata nella disciplina sul divieto di *asset stripping*.

La circostanza da ultimo considerata apre dunque fertili prospettive di indagine, in particolare rispetto alla imputabilità alla Sgr ovvero al fondo gestito, della responsabilità *ex art. 2497 c.c.*, trattandosi invero di un tema che va acquisendo crescente interesse sia nella letteratura giuridica che in giurisprudenza <sup>163</sup>.

Alla luce della sintesi appena fornita, nell'ottica della considerazione del fondo comune come socio, quindi in una prospettiva endosocietaria del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, si giustifica la trattazione separata, e in ordine 'crescente', cioè a seconda della consistenza della partecipazione al capitale delle società oggetto di investimento, di tale circostanza. Si allude, da un lato, all'ipotesi in cui la Sgr, titolare dei diritti amministrativi per conto e nell'interesse dei fondi gestiti, si trovi a gestire fondi armonizzati UCITS, i quali, con le varie limitazioni cui sono soggetti, si presentano appunto come soci istituzionalmente di minoranza, nel qual caso il loro rapporto con la disciplina societaria, e in particolare il loro coinvolgimento nella gestione dell'impresa si pone essenzialmente rispetto all'esercizio dei diritti di voto inerenti alle partecipazioni detenute, isolatamente ovvero nell'ottica delle tipiche alleanze dei fondi in seno alle assemblee partecipate, appunto per superare collettivamente quei vincoli di partecipazione loro imposti dalla disciplina finanziaria,

---

voto maggiorato laddove la partecipazione in una società venisse spostata da una SGR da uno all'altro dei fondi dalla stessa gestiti».

<sup>163</sup> In dottrina, v. L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 45 ss.; e F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., pp. 47 ss.; E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., pp. 65 ss., i quali sottolineano come, in virtù della attuale disciplina, i gestori di fondi di investimento alternativi possono svolgere un'attività in concreto difficilmente distinguibile da quelle delle *holding* di partecipazioni, nonostante la riserva di attività dalla quale queste ultime sono escluse. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano 9 gennaio 2018.

che gli impediscono di assumere un ruolo di primo piano dal punto di vista gestorio  
164.

Dall'altro lato, la partecipazione del fondo-socio può esprimersi anche come influenza dominante, che per mezzo dei fondi alternativi le Sgr possono assumere rispetto alle società partecipate, nel qual caso la Sgr stessa svolge, in fin dei conti, un'attività assimilabile a quelle delle *holding* di partecipazioni, potendosi ipoteticamente porre le medesime esigenze di tutela dei soci di minoranza della partecipata.

#### 6. *L'autonomia patrimoniale dei fondi comuni di investimento*

Prima di procedere alla indagine sul rapporto tra la disciplina societaria e i fondi comuni di investimento, appare necessario portare a compimento il discorso avviato nella prima parte del lavoro rispetto alle diverse ricostruzioni concettuali offerte in ordine ai profili sostanziali e strutturali degli stessi, e che ora è possibile effettuare alla luce della rassegna operata riguardo alla normativa vigente. Invero, a seconda dell'impostazione adottata derivano conseguenze di rilievo pratico anche rispetto alla considerazione del fondo in quanto socio.

Come si è già avuto modo di osservare in occasione della rassegna delle varie tesi proposte in ordine alla 'natura', o meglio alla qualificazione giuridica dei fondi comuni, e alla posizione dei partecipanti rispetto agli elementi patrimoniali in essi ricompresi, si è concluso che le difficoltà riscontrate nella ricostruzione della fattispecie in questione siano state accentuate dal piano sul quale tale ricerca è stata condotta, ossia quello delle situazioni soggettive reali, anziché sul piano obbligatorio; cioè sul piano della proprietà e non su quello del contratto <sup>165</sup>. Tale esito è dovuto,

---

<sup>164</sup> E v. sul punto R. LENER, *La SGR come socio*, cit., p. 282 s., il quale sottolinea la circostanza per la quale le Sgr possano presentarsi, in tale prospettiva, come centri di aggregazione della attività dei fondi in seno alle partecipate.

<sup>165</sup> E appare consono, sul punto, richiamare l'avvertenza di A. GAMBARO, *La proprietà*, cit., p. 149, il quale ammonisce dalle conseguenze che derivano dall'adozione di tecniche interpretative che tendano alla sovrapposizione delle situazioni giuridiche soggettive reali e obbligatorie: «può facilmente sospettarsi che una simile obnubilazione del confine tra *iura in rem* ed *in personam* sia quasi una tragedia per il ragionamento giuridico, essendo la presa in carico della multiforme varietà delle cose e dei beni, essenziale ai fini di una qualunque adesione a criteri di giustizia». In una prospettiva analoga, v. anche G. ROTH, *Das Treuhandmodell des Investmentrechts. Eine alternative zur Aktiengesellschaft?*, Frankfurt am Main, 1972, p. 142 s., che nota come la peculiarità della società di gestione (*Kapitalanlagegesellschaft*) risieda nel fatto che qui la dissociazione tra titolarità e potere non trova riscontro nello strumentario dei diritti reali di cui al BGB (*die besondere Bedeutung des KAGG liegt*

innanzitutto, all'infruttuoso tentativo di ricondurre la figura del *trust*, che in origine rappresentava la più diffusa forma di manifestazione del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, a strumenti concettuali propri della tradizione giuridica continentale<sup>166</sup>. Del resto, l'insuccesso del ricorso a schemi concettuali già noti era conseguenza inevitabile del tentativo di conformare una nuova realtà economica alle inadeguate sovrastrutture giuridiche messe a disposizione dall'ordinamento positivo<sup>167</sup>. Più nello specifico, la costante ricerca di un 'soggetto' cui imputare l'attività del

---

*darin, daß die hier geschaffene Verteilung der Rechtszuständigkeiten mit dem allgemeinen sachenrechtlichen Instrumentarium des BGB nicht herstellbar ist*), notando come il punto fondamentale sia che il diritto privato comune non prevede una figura tipica di diritto reale 'amministrativo' (*der springende Punkt ist eben, daß das allgemeine Recht ein dingliches Verwaltungsrecht nicht zur Verfügung stellt*): e infatti, nel tentativo di colmare tale lacuna, osserva S. GRUNDMANN, *Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand*, München, 1997, p. 87, la dottrina tedesca tradizionale, nella ricostruzione concettuale della figura del contratto fiduciario, aveva operato un confronto con analoghi diritti reali, e nello specifico con il pegno su diritti e beni mobili.

Cfr. anche R. LENER- C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 408, ove osservano che «la SGR è l'unico soggetto che possa disporre dei beni del fondo (nell'interesse dei partecipanti), non potendo i quotisti in alcun modo utilizzare siffatti beni né amministrarli (decidendo, ad esempio, di alienarli, né, prima ancora, sceglierli. Ciò evidenzia i limiti di una ricostruzione della fattispecie che cerchi fondamento nelle tipologie di diritti reali previste dall'ordinamento)» (enfasi aggiunta). Tuttavia, sempre secondo gli Autori citati, l'omissione di qualsiasi riferimento al piano della titolarità dei beni compresi nel fondo, e in particolare la soppressione dalla definizione normativa di fondo comune di investimento del riferimento alla 'pertinenza' di tali beni in capo ai partecipanti, dovrebbe condurre alla conclusione che in tal modo il legislatore avrebbe implicitamente recepito nel nostro ordinamento «il principio per cui può esistere un patrimonio del quale nessuno possa dirsi "titolare"» (così a p. 404, nt. 59). Ma v. in senso contrario, tra gli altri, A. LENER, *Costituzione*, cit., pp. 186 ss., per il quale l'autonomia o separazione patrimoniale del fondo non consente di individuarvi un patrimonio senza titolare, né un patrimonio titolare di sé stesso, e pertanto le tesi della proprietà di nessuno e della autoproprietà sarebbero da scartare, in quanto «solo le *res nullius* non appartengono ad alcuno, e possono essere acquistate a titolo originario con l'occupazione». In questa prospettiva, l'A. aderisce alla tesi della comunione intesa come concetto sistemico, e quindi non al fine di rinviare alla disciplina codicistica di cui agli artt. 1100 ss. c.c.: «la comunione tra i partecipanti, pur escludendo la titolarità della società di gestione, non eserciterebbe alcuna influenza modificativa sul rapporto partecipanti-società, che resta in ogni caso soggetto alla disciplina sopra delineata. Né muterebbe qualcosa per le diverse categorie di creditori». Sulla nozione di concetto sistemico, cfr. M. BARCELLONA, *Diritto, sistema e senso: lineamenti di una teoria*, Torino, 1996, p. 218, ove si legge che trattasi di un concetto giuridico che «vale essenzialmente ad operare un'unificazione funzionale (=fondata prevalentemente sull'identità del tipo di problema posto al sistema)», riguardando così il problema osservato, ma non la relativa soluzione, ossia la corrispondente disciplina normativa.

<sup>166</sup> Analogamente, v. ancora R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., p. 405 s., per i quali il frequente riferimento a termini ambigui come titolarità 'formale' e 'sostanziale' è il retaggio di un'impostazione che che richiama concetti tipici degli ordinamenti di *common law*, e in particolare la distinzione tra *equitable* e *legal owner*; e v. anche R. LENER, *La circolazione*, cit., pp. 1050 ss.

<sup>167</sup> Il punto è espresso con particolare chiarezza da F. GUERRERA, *Contratto d'investimento*, cit., p. 696, il quale al riguardo osserva come «ciò è tipico di tutte le fasi di transizione, che vedono l'istituzionalizzazione di nuovi settori e l'emersione di inediti schemi regolamentari procedere con difficoltà, dal ceppo di vecchi istituti. La spinta evolutiva del mercato tende ad asservire alle sopravvenute esigenze le strutture preesistenti, forzandole oltre i limiti dogmatici intrinseci, finché la loro rottura lascia spazio ad un assetto organizzatorio autonomo e difforme degli interessi regolamentati».

fondo, e la titolarità degli elementi patrimoniali in esso ricompresi, è rivelatrice di una ben determinata impostazione metodologica, risentendo oltretutto di un preciso impianto assiologico e dogmatico <sup>168</sup>. In questo caso, tuttavia, esse portano ad affrontare un falso problema, imposto cioè dal tentativo di costringere un istituto di derivazione straniera entro gli schemi imposti dal sistema dei diritti soggettivi e dei suoi corollari, laddove il carattere essenzialmente dinamico e funzionale del fenomeno gestorio implica che, in esso, la separazione patrimoniale non rileva tanto in punto di distinzione delle rispettive sfere di appartenenza, ma esclusivamente rispetto alla diversificazione delle sfere di rischio imputabili ai diversi compendi patrimoniali <sup>169</sup>. Nondimeno, risulta tuttora utile enunciare l'ipotesi interpretativa preferibile, finalizzata ad una coerente sistemazione dei fondi comuni dal punto di vista concettuale, anche alla luce dei dati normativi sul punto, trattandosi anzi di questione di rinnovato interesse, non solo in ragione delle recenti modifiche legislative, ma anche dopo alcune pronunce della giurisprudenza di merito, che hanno recentemente riproposto la validità della tesi della soggettività giuridica del fondo comune <sup>170</sup>.

---

<sup>168</sup> Cfr. G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Milano, 2001, agg. V, pp. 744 ss., spec. p. 750, il quale, nel riproporre, rispetto al diritto del mercato finanziario, la persistente utilità della tripartizione gaiana *personae, res, actiones*, osserva tuttavia che questo, rispetto al sistema del diritto privato, «in cui ogni intervento normativo muove da una considerazione prioritaria del soggetto, sicché anche la disciplina delle *res* e delle *actiones* è pensata in funzione delle necessità e delle esigenze di quest'ultimo, nell'ambito della costruzione del sistema giuridico del mercato finanziario si assiste ad un parziale rovesciamento di prospettiva», in quanto «essendo il tipo di problema affrontato quello della garanzia dell'ottimale allocazione del risparmio – problema che viene in rilievo ogni qual volta vi sia un'operazione che si qualifichi rispetto a una determinata tipologia di scambi per la peculiarità del suo oggetto (il trasferimento di una ricchezza attuale contro un'aspettativa di maggiore ricchezza futura) – il sistema normativo viene a essere costruito ponendo al centro piuttosto le *res* (in una parola i prodotti finanziari), e soprattutto poi le attività che si polarizzano intorno a codesta particolare tipologia di beni, che non le *personae*, con riguardo alle quali la disciplina sussiste ed è data solo se e in quanto si tratti di soggetti che raccolgono il risparmio o ne intermediano la raccolta».

<sup>169</sup> Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 751 ss., spec. p. 754, ove osserva che il fenomeno socio-economico della gestione collettiva del risparmio, così come la relativa disciplina, derivano dalla imitazione e dalla ricezione di modelli stranieri, «circostanza questa oggi diffusissima nella finanza»; ID., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 121 ss. E v. anche R. ORESTANO, *Diritti soggettivi*, cit., pp. 149 ss.; P. RESCIGNO, *Il patrimonio*, cit., p. 88, il quale avverte che «in una logica ed in un modo di pensare il diritto che non sa prescindere dal riferimento e dall'imputazione ad un soggetto si ricorre all'espedito della «persona costruttiva», mentre il concetto di patrimonio separato prevale quando si guarda, con più puntuale rispondenza ai fenomeni, alla situazione dei beni»; P. SPADA, *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai Contratti associativi di Paolo Ferro Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II, pp. 143 ss.

<sup>170</sup> Questione riaperta dalla sentenza Cass., 15 luglio 2010, n. 16605, che in realtà ha riaffermato la natura di patrimoni separati delle Sgr dei fondi comuni, ma prendendo in considerazione la tesi della soggettività giuridica, al fine di escluderla (e v., tra i numerosi commenti, V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, pp. 423 ss.; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale*



Orbene, partendo proprio dalla normativa vigente, che all'art. 1, comma 1, lett. j), e all'art. 36, comma 4, Tuf, qualifica espressamente il fondo comune come un patrimonio autonomo, riprendendo, del resto, una disposizione già contenuta nei testi normativi previgenti <sup>171</sup>, risolve in radice la questione, realmente giustificata solo prima della regolamentazione positiva del fenomeno, relativa alla ricostruzione della fattispecie fondo comune, variamente discussa e argomentata, spesso con riferimento al piano della titolarità dei beni compresi nel fondo, ma rispetto alla quale tutte le soluzioni interpretative proposte erano finalizzate alla neutralizzazione di possibili confusioni patrimoniali tra il fondo comune e il patrimonio della società gerente, ovvero dei singoli partecipanti.

Ne consegue che la stessa legislazione vigente conferma, di fatto, la scelta di trascurare la questione relativa alla imputazione della titolarità dei beni, in quanto inconferente sia rispetto alla necessità di diversificare le sfere di rischio attinenti ai patrimoni della Sgr, del fondo e dei singoli partecipanti, sia rispetto all'individuazione del contenuto dell'obbligazione gestoria assunta dalla Sgr nei confronti dei suoi clienti

172

---

*nei fondi di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, *ivi*, pp. 432 ss.; A. SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 1128; C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, *ivi*, pp. 1146 ss.), fornendo lo spunto a ulteriori pronunce in tal senso: e v. Trib. Milano, 10 giugno 2016, e Trib. Milano, decreto 10 novembre 2016, ove il giudice milanese ha sostenuto l'ammissibilità di una proposta di accordo di ristrutturazione del debito *ex art. 182-bis*, l. fall., proposto ai creditori del fondo comune di investimento, argomentata sulla base della sua soggettività giuridica e della sua qualificazione in termini di impresa commerciale.

<sup>171</sup> Cfr. il già citato art. 3, comma 2, l.n. 77/1983, per il quale *ciascun fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione*, con le precisazioni, peraltro superflue, per le quali *sul fondo non sono ammesse azioni dei creditori della società e le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi*.

<sup>172</sup> Cfr. F. ALCARO, *Mandato*, *cit.*, pp. 138 ss.; E. SABATELLI, *La responsabilità*, *cit.*, pp. 46 ss. E v. sul punto anche G. FERRI jr, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista ODC*, 2015, il quale osserva che dalla disposizione di cui all'art. 36, comma 6, Tuf, previgente (pressoché equivalente all'attuale art. 36 comma 4), la quale afferma che il fondo costituisce un patrimonio autonomo, è possibile trarre la conclusione che il fondo continui a rilevare esclusivamente in termini di oggetto, e non di soggetto: «in altri termini, il fondo comune, e proprio in quanto sprovvisto di soggettività giuridica, risulta idoneo ad assumere la posizione di titolare di situazioni giuridiche soggettive, tanto attive quanto passive: quella di gestione è infatti una attività svolta dalla società bensì *per conto del fondo*, e cioè nell'interesse dei suoi partecipanti, ma pur sempre *in nome proprio*», sicché «la rilevanza del fondo comune si risolve in quella di *oggetto di poteri* [...] Esso, invece, non si presta ad essere inteso in termini di oggetto di *diritti*, e cioè di situazioni giuridiche soggettive». In ossequio all'impostazione già sostenuta in *Id.*, *Patrimonio e gestione*, *cit.*, pp. 25 ss., conclude che ciò deriva dalla «circostanza che alla disciplina dei fondi comuni risulta del tutto estranea qualsiasi questione in ordine alla appartenenza dei beni che lo compongono».

In altri termini, l'autonomia patrimoniale dei fondi non deriva dalla loro asserita soggettività, ma dal regime di separazione patrimoniale per essi delineato dalla legge rispetto al patrimonio del gestore e dei singoli investitori, in coerenza con la loro stessa definizione normativa nei termini di patrimoni autonomi, *distinti a tutti gli effetti* da quello della società di gestione e da quelli dei singoli partecipanti <sup>173</sup>. Infatti, se la separazione o autonomia patrimoniale, dal punto di vista del corrispondente regime di responsabilità patrimoniale, altro non è che articolazione del ceto dei creditori, allora è evidente che essa equivale funzionalmente alla personificazione o alla soggettivizzazione di un patrimonio. Attribuzione della personalità giuridica e articolazione del patrimonio rappresentano, in altri termini, differenti tecniche di diversificazione 'artificiale' delle classi dei creditori, laddove, se questo effetto consegue 'naturalmente' all'alterità biologica delle persone fisiche, nelle ipotesi in esame, in cui è assente tale premessa di carattere naturalistico, richiede necessariamente l'intervento del diritto positivo <sup>174</sup>.

Pertanto, dal punto di vista della disciplina applicabile, almeno con riguardo alla scelta del rispettivo regime di garanzia patrimoniale, sembra neutrale il ricorso

---

<sup>173</sup> E v. sul punto R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione*, cit., pp. 405 ss., i quali correttamente rilevano che l'autonomia patrimoniale, che costituisce l'essenza del fondo, è lo strumento del quale l'ordinamento si serve per assicurare tutela paritaria e autonoma considerazione a distinti centri di imputazione di interessi.

È bene precisare che in questa sede ci si riferisce in generale alla autonomia patrimoniale, senza entrare nel merito della discussione sulle specifiche tecniche utilizzate per realizzare un comune risultato, ossia la diversificazione di sfere di responsabilità, pur nella consapevolezza che la ripartizione convenzionalmente accolta sul punto in seno alla dottrina giuridica, induce a ravvisare due possibili tecniche riconducibili al *genus* 'distinzione' patrimoniale: ossia l'autonomia patrimoniale, in cui si verifica «la premessa della diversificazione delle azioni esecutive basata sulla persona giuridica oppure del soggetto di diritto privato non personificato», e la separazione patrimoniale, in cui «la premessa che, pur non rinunciando all'argomentazione basata su soli esistenti biologici, ipostatizza un diverso regime di imputazione e di disposizione per giungere a dividere in classi le azioni esecutive»: così L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, p. 17, e cfr., in generale, anche L. BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, pp. 283 ss., e ivi per ulteriori riferimenti bibliografici. Sul punto, si rinvia alla nota successiva ma v., in termini analoghi, anche P. RESCIGNO, *Il patrimonio*, cit., pp. 87 ss., e, in generale, sul regime di separazione patrimoniale cui sono soggetti i fondi comuni, V. RENZULLI, *I fondi comuni di investimento: aspetti inerenti alla separazione patrimoniale*, Tesi di dottorato – XXVII Ciclo, Alma Mater Studiorum Università di Bologna, spec. pp. 91 ss.

<sup>174</sup> In questo senso, cfr. P. SPADA, *Persona giuridica*, cit., p. 844 ss., alla cui limpida ricostruzione si rinvia, ove rileva che tale diversificazione patrimoniale può realizzarsi in due modi, «o ricorrendo all'assunto dell'autoresponsabilità in assenza però della premessa naturalistica, dell'alterità biologica, e cioè postulando un attore che non c'è in senso naturalistico: è la via della persona giuridica; oppure, rispettando la premessa naturalistica (e quindi postulando un attore ed uno soltanto) ma ipostatizzando i regimi diversificati in patrimoni separati. Per il primo modo di concettualizzazione l'ipostasi è orientata sul soggetto (sull'attore); per il secondo sull'oggetto (sulle sue cose)»; v. anche G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione*, cit., p. 31.

alternativo al concetto di soggettività (o di personalità) giuridica ovvero a quello di autonomia patrimoniale<sup>175</sup>, laddove però il diritto positivo si riferisce espressamente

---

<sup>175</sup> La preferenza verso una ricostruzione concettuale che neghi l'attribuzione della soggettività giuridica ai fondi comuni di investimento è dunque sorretta da motivazioni di mera economia argomentativa, in quanto tale attribuzione risulta un argomento non *necessario* ai fini della individuazione della fattispecie e della ricostruzione della corrispondente disciplina normativa. Sul punto, v. ancora P. SPADA, *Persona giuridica*, cit., p. 846, il quale difatti osserva che tale operazione di semplificazione concettuale non è dettata soltanto da una scelta di carattere linguistico: al contrario, nota l'A., essa «è innanzi tutto, questione di economicità argomentativa, di riduzione al minimo dei medi linguistici e concettuali tra regola e comportamento regolato; è questione d'uso di un antico, virtuoso «*rasoio*» del quale troppo spesso il giurista si dimentica», alludendo, evidentemente, al principio logico noto come *rasoio di Occam*, ossia quella tecnica di osservazione e descrizione della realtà che impone di epurare dal discorso (filosofico, prima ancora che giuridico) tutti gli elementi superflui per il raggiungimento di una determinata conclusione.

Tale strumento ermeneutico, come noto, risulta decisivo ai fini del fondamentale saggio di F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche*, cit., p. 44, il quale ha ugualmente lo scopo di appurare il contenuto normativo del concetto di persona giuridica. L'A., sulla falsariga delle tesi avanzate in particolare da T. ASCARELLI, *Personalità giuridica*, cit., pp. 921 ss., e prima ancora da H. KELSEN, *La dottrina pura del diritto*, Torino, 1966, pp. 198 ss.; ID., *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, Milano, 2000, p. 89 s., propone tuttavia un'originale teoria riduzionista, limando ulteriormente le posizioni degli Autori appena citati. L'A. ricorre, in particolare, alla filosofia analitica, vale a dire quella impostazione metodologica avente ad oggetto lo studio del linguaggio, rinunciando quindi ad una ricerca 'sostanziale', rivolta cioè alla definizione dell'essenza della persona giuridica, e spostando conseguentemente l'oggetto dell'analisi dal piano del *Sein* (cosa è la persona giuridica) a quello del *Sollen* (cosa si intende per persona giuridica). Secondo d'Alessandro, in continuità con le teorie positivistiche di derivazione kelseniana, le norme relative alle persone giuridiche servono solo a richiamare un altro gruppo di norme di organizzazione, che a loro volta attuano la riduzione dell'imputazione alle persone fisiche. Il termine 'persona giuridica', in quest'ottica, è un mero simbolo linguistico, che non rappresenta nulla: esso, in applicazione di uno strumento concettuale elaborato dalla filosofia analitica, appartiene alla categoria dei *simboli incompleti*, ossia quelle espressioni linguistiche che non rappresentano alcunché nel mondo, ma che sono semplicemente parte dell'apparato linguistico in uso per la descrizione della realtà, e che, nel caso della persona giuridica, non è altro che un'originale creazione del linguaggio giuridico. Allora il modo per superare l'*impasse* è proprio il ricorso al 'rasoio di Occam', in base al quale, al fine di comprendere la realtà, occorre liberare il discorso da tutti i suoi elementi superflui. In questa prospettiva, il concetto di persona giuridica *non serve*, sicché l'autonomia patrimoniale delle società risulta dalla loro disciplina legale, e non dalla titolarità della personalità o della soggettività giuridica.

Nello stesso senso v. F. GALGANO, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, p. 571: «una disciplina normativa del gruppo, corrispondente a quella tradizionalmente giustificata con l'idea d'una autonoma soggettività di questo, può – come la moderna teoria generale ha dimostrato – essere concepita indipendentemente dalla configurazione d'un autonomo soggetto di diritto». Tra l'altro, il carattere stipulativo del concetto di persona giuridica emerge altresì dal confronto con gli studi della dottrina romanistica, e v. in particolare R. ORESTANO, *Il problema delle fondazioni in diritto romano*, I, Torino, 1959, pp. 98 ss., ove l'A. rileva come già nel diritto romano classico fosse ammissibile «un centro autonomo di riferimento di diritti e di obbligazioni» (ossia, in altre parole, un centro d'imputazione d'interessi) diverso dalle persone fisiche, senza che vi fosse la necessità di ricorrere ad una determinata espressione linguistica e, in particolare, al concetto di persona giuridica; e sul punto v. anche P. RESCIGNO, *Il patrimonio*, cit., p. 88: «allora l'universalità di diritto, l'eredità giacente e poi istituti esplorati a fini di riflessione critica come il peculio romanistico rappresentano forme in cui si realizza un fatto di unificazione di rapporti, che non attinge la personalità e tuttavia ne realizza i risultati pratici». Non è un caso che, come è noto, fu proprio dalla problematica qualificazione dell'eredità giacente che sorsero le discussioni relative alla possibilità di configurare un patrimonio senza soggetto, conclusione contraddittoria e inaccettabile per il giurista giusnaturalista: e v. sul punto ancora il noto saggio di R. ORESTANO, *Diritti soggettivi*, cit., pp. 149 ss., per la ricostruzione del relativo dibattito. Sempre attuale è anche la nota ricostruzione storica offerta da E. RUFFINI, *Il principio maggioritario. Profilo storico*, Milano, 1976, *passim*.

a quest'ultimo, risolvendo in radice il problema, persino con una certa ridondanza lessicale. Infatti, con un primo intervento normativo del 2010 si era affermato, all'art. 36, comma 6, Tuf, che *delle obbligazioni contratte per suo conto il fondo comune risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*; disposizione poi sostituita, per effetto del d. lgs. n. 44 del 4 marzo 2014, da una nuova formulazione, quella di cui all'attuale art. 36, comma 4, Tuf, per la quale *delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde con il patrimonio del fondo medesimo*. Modificazione in realtà piana dal punto di vista delle conseguenze normative, ed anzi abbastanza ambigua nella sua formulazione, e dalla quale infatti le discutibili e redivive teorie soggettivistiche, di matrice soprattutto giurisprudenziale, traggono sostegno a favore della soggettività del fondo, nel senso che, nella prospettiva da esse propugnata, la norma partirebbe dal presupposto che il fondo sia titolare di un patrimonio, e pertanto dotato necessariamente di soggettività <sup>176</sup>.

#### 7. *La fattispecie fondo comune nei suoi aspetti funzionali e dinamici*

In base a quanto detto nel paragrafo precedente, i fondi comuni non possono essere considerati soggetti giuridici, né direttamente titolari di qualsivoglia diritto soggettivo, sostanziale o processuale che sia. D'altronde, ragionando diversamente, occorrerebbe anche affannarsi nella ricerca dei motivi dell'assenza di una struttura corporativa interna al fondo, sulla falsariga delle società di capitali, e precipuamente dell'assenza di un organo deputato alla gestione dei diritti inerenti ai valori di pertinenza del fondo stesso <sup>177</sup>. L'assenza di una simile struttura è invece perfettamente

---

<sup>176</sup> Così in part. Trib. Milano 10 giugno 2016, cit.; decreto Trib. Milano 10 novembre 2016, cit.

<sup>177</sup> Cfr. P.G. JAEGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger e Geraci, Milano, 1970, p. 29, che pur nell'ottica della soggettività giuridica del fondo osserva anche come «il soggetto-fondo si serve dell'organizzazione di un altro e diverso soggetto». In senso contrario, v. P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, p. 230 s., il quale sostiene la tesi della soggettività giuridica dei fondi, argomentando, tra l'altro, che «nella loro configurazione socialmente tipica, i regolamenti dei fondi normalmente prevedono strutture organizzative (sia pure variamente denominate: assemblee, comitati consultivi, *advisory boards*, *supervisory boards*, ecc.) del tutto analoghe a quelle proprie di altri enti di fatto di cui pure è pacifica, in dottrina ed in giurisprudenza, la rilevanza come soggetto di diritto [...]». Peraltro, a prescindere dalla concreta articolazione che i fondi possono assumere grazie all'autonomia privata, così come consacrata nel Regolamento del fondo, una ripartizione di competenze assimilabile a quella riscontrabile in ambito societario si avrebbe già nello schema legale dei fondi contrattuali, in cui la funzione amministrativa è attribuita alla SGR, la funzione di vigilanza al depositario e la funzione deliberativa all'assemblea dei partecipanti (in questo senso, cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 143). Tuttavia, può obiettarsi che, all'interno dello

coerente con la circostanza che, per espressa disposizione normativa, è un altro soggetto, il gestore, a esercitare tali diritti per conto e nell'interesse del fondo, o meglio dei suoi partecipanti <sup>178</sup>, sia dal punto di vista sostanziale che processuale: caratteristica questa che, peraltro, consente di distinguere i fondi anche dagli enti non personificati, quali le società di persone.

Il fondo comune, a prescindere dal riconoscimento di una propria soggettività giuridica, si caratterizza perciò essenzialmente per la sua particolare funzione *strumentale*, e oggettiva, quale mezzo per il raggiungimento del fine cui è istituzionalmente deputata l'attività della Sgr. Inoltre, e soprattutto, essendo, come detto, giuridicamente *irrilevante* la questione della titolarità dei beni in capo all'uno o all'altro dei soggetti coinvolti nel rapporto gestorio, la connotazione in termini esclusivamente oggettivi e strumentali del fondo fa sì che esso non rilevi appunto sul piano dei rapporti reali, ossia sul piano della proprietà, bensì sul piano obbligatorio, vale a dire, rispetto alla particolare natura dell'oggetto gestito, che non è propriamente un *bene*, ma un interesse altrui, quello dei partecipanti <sup>179</sup>. Interesse che «assume una duplice rilevanza giuridica, tanto in una prospettiva funzionale, quanto nel suo aspetto sostanziale» <sup>180</sup>: nella prima prospettiva, l'interesse altrui assume, rispetto all'attività di investimento della Sgr, il ruolo di criterio di determinazione del comportamento da essa dovuto, nel senso che l'adempimento si realizza in quanto l'attività svolta sia

---

schema tipico predisposto dalla legge, tali funzioni non sono ripartite all'interno di un'unica struttura organizzativa, bensì tra soggetti (Sgr, depositario) o collettività (assemblea dei partecipanti) distinte. Inoltre, facendo sempre salve le competenze ulteriori previste nel Regolamento del fondo, la funzione deliberativa dell'assemblea dei partecipanti è, in linea di massima, normativamente limitata al potere di sostituire il gestore, consentendo quindi di ravvisare un'analogia con le competenze dell'assemblea dei soci di s.p.a. soltanto rispetto alla competenza di quest'ultima a nominare e revocare i componenti dell'organo amministrativo.

<sup>178</sup> Cfr. ancora F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 173.

<sup>179</sup> Cfr. G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione*, cit., p. 35, ove l'A. sottolinea, in coerenza con il dato normativo, la necessità di una ricostruzione incentrata non sul concetto astratto, sulla fattispecie di patrimonio, ma sulla sua disciplina, sulla rilevanza giuridica che la fattispecie fondo comune può concretamente assumere: «in tale prospettiva, il patrimonio si pone come punto di riferimento oggettivo di un interesse, o meglio dell'interesse di un soggetto. [...] Il soggetto, in tale ottica, non è il soggetto giuridico, centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive, ma il soggetto del mercato, l'operatore economico, cioè un centro di attività e, quindi, di interesse; ed il patrimonio non un insieme di beni sottoposti ad una disciplina unitaria, ma un complesso di beni funzionale ad una data attività, la cui rilevanza giuridica è dovuta a scelte positive e non richiesta da esigenze sistematiche»; e v. anche P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato*, cit., p. 89 s., ove nota che quelli che costituiscono il contenuto del fondo comune «sono beni rispetto ai quali ha scarso interesse il punto dell'imputazione formale a un soggetto, poiché risulta con tutta evidenza dalla norma, dalla definizione e dalla disciplina, che il fondo comune è visto come complesso patrimoniale distinto dal rimanente patrimonio della società di gestione». In senso analogo E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., pp. 46 ss.

<sup>180</sup> Così E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., p. 47 s.

adeguata rispetto al perseguimento dell'interesse altrui dedotto nell'obbligazione gestoria <sup>181</sup>. Sul piano sostanziale, il fondo in sé non assume direttamente alcuna autonoma rilevanza giuridica, ma è soltanto il perseguimento dell'interesse altrui ad essere normativamente considerato, divenendo oggetto di tutela da parte dell'ordinamento, e assumendo il fondo comune rilievo solo mediato, cioè in quanto strumento deputato all'esercizio dell'attività di gestione collettiva, mentre, per converso, la questione della imputazione della titolarità dei beni inerenti al fondo, essendo neutra rispetto al perseguimento di tale interesse, non assume alcun autonomo rilievo giuridico <sup>182</sup>.

In questa prospettiva, il fondo comune non solo non ha una propria soggettività giuridica, ma non può neppure essere considerato autonomo centro di imputazione per lo svolgimento di attività d'impresa <sup>183</sup>, costituendo lo strumento attraverso il quale la

---

<sup>181</sup> Tale prospettiva si ricollega altresì all'interpretazione fornita da G. GUIZZI, *La Sgr*, cit., p. 570, il quale distingue tra il servizio esercitato dalla Sgr attraverso la complessiva gestione dei fondi in portafoglio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. n), TUF, e la valorizzazione dei singoli fondi, che non «costituisce non l'oggetto sociale della Sgr quanto piuttosto l'oggetto della prestazione contrattuale dovuta da quest'ultima nei confronti della propria clientela»; in senso analogo, L. PICARDI, *Impresa e contratto*, cit., pp. 10 ss.

<sup>182</sup> Alla luce di ciò va intesa l'osservazione per la quale il fondo è «rilevante unicamente in quanto oggetto di gestione», e v. G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione*, cit., p. 47, ove il virgolettato, e p. 39, ove si legge che «come criterio di valutazione, invece, l'interesse che ha per punto di riferimento il patrimonio rileva giuridicamente nella figura dell'agire per conto (cioè nell'interesse) altrui, figura che può definirsi come gestione». In senso analogo v. ancora E. SABATELLI, *La responsabilità*, cit., p. 48: ««il carattere funzionale del patrimonio rispetto all'interesse dedotto come oggetto dell'obbligazione gestoria dà ragione del motivo per cui il rapporto fra soggetto titolare dell'interesse protetto, gestore e patrimonio non solo non si pone necessariamente in termini di appartenenza del fondo alla società o, alternativamente, ai partecipanti, ma non impone nemmeno di riconoscere nel fondo un nuovo e autonomo centro di situazioni giuridiche soggettive, in quanto il complesso di beni non assume rilevanza giuridica, né per se stesso, né in relazione all'appartenenza ad un determinato soggetto, ma soltanto in funzione dell'interesse al cui soddisfacimento è finalizzato». Pare opportuno richiamare nuovamente N. IRTI, voce *Rilevanza*, cit., pp. 1105 ss.; ID., *La polemica sui concetti giuridici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, pp. 9 ss., in quanto la disciplina positiva non attribuisce alcuna autonoma rilevanza giuridica alla considerazione del fondo comune in quanto patrimonio nella titolarità di qualcuno, ma proprio in quanto unicamente oggetto di gestione. Gli effetti giuridici, in questo caso l'asserita attribuzione della titolarità dei beni inerenti al fondo comune, non dipendono dal verificarsi di un fatto concreto (la costituzione del fondo da parte della Sgr, ovvero la sottoscrizione delle quote da parte dei partecipanti), ma dall'operazione sussuntiva tra fatto e norma. L'efficacia in quanto esito di un rapporto di causalità è ammissibile soltanto tra due fatti: ma fatti concreti ed effetti giuridici non attingono allo stesso piano della realtà, in quanto gli uni sono fatti storici o di natura, mentre gli altri sono entità ideali e ontologiche. La rilevanza indica proprio il nesso tra particolare e generale, fra caso singolo e tipo giuridico, e al tipo giuridico (fattispecie) fondo comune corrisponde una disciplina che si esaurisce nella sua considerazione in quanto bene strumentale, ignorandone la dimensione sostanziale, in quanto non necessaria. Gli effetti dipendono allora dal legame fra protasi e apodosi, tra membro ipotetico e assertivo della norma: se il fatto, descritto come eventuale, accade, allora seguono gli effetti. E il fatto accade quando il caso singolo rientra nel tipo generale, ossia quando la rappresentazione del fatto si colloca sotto il concetto normativo.

<sup>183</sup> Sul punto, v. decreto Trib. Milano 10 novembre 2016, cit.

Sgr svolge per proprio conto un'attività imprenditoriale commerciale ex art. 2195, comma 1, n. 2, c.c., e al tempo stesso oggetto della peculiare prestazione contrattuale della stessa Sgr a beneficio dei partecipanti. Invero, l'attività di gestione dei fondi non pare riconducibile ad un'attività d'impresa, nel senso tecnico che emerge dalla combinata interpretazione degli artt. 2082 e 2195 c.c.<sup>184</sup>, in quanto, come osservato da una parte della dottrina, essa, essendo mirata esclusivamente alla valorizzazione delle quote dei partecipanti, realizza un lucro in senso puramente soggettivo, e non anche oggettivo, e deve quindi essere qualificata in termini di attività, speculativa, di investimento, non già di impresa, in quanto qui è assente la produzione di nuovi beni o servizi<sup>185</sup>.

Peraltro, oltre al cennato carattere di attività lucrativa in senso soggettivo, il carattere non imprenditoriale dell'attività di gestione dei fondi, a ben vedere risulta altresì confermata a livello normativo europeo, dai c.d. Orientamenti ESMA, i quali confermano che ricorre un organismo di investimento collettivo soggetto alla direttiva Gefia quando tale organismo *non persegue uno scopo commerciale o industriale*. Innanzitutto, il valore non meramente consultivo, a dispetto della denominazione del documento, ma vincolante degli Orientamenti ESMA è confermato dallo stesso

---

<sup>184</sup> Nondimeno, è d'uopo precisare che l'inopportunità di attribuire una qualificazione imprenditoriale all'attività di gestione dei fondi non dipende dalla mancanza di soggettività di questi ultimi. Peraltro, una simile argomentazione esporrebbe il fianco alla agevole obiezione per la quale anche una società semplice esercente attività agricola, a prescindere dalla diversa impostazione che se ne voglia accogliere in termini di soggettività attenuata ovvero di mancanza di soggettività, comunque svolge sicuramente attività di impresa.

<sup>185</sup> Nel senso del testo, vedi G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*<sup>15</sup>, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2016, p. 30; G. FERRI jr, *L'incapienza dei fondi*, cit., pp. 689 ss., il quale osserva che «la gestione del singolo fondo non si presta ad essere qualificata in termini di impresa, a differenza di quanto è a dirsi della complessiva attività svolta dalla società di gestione del risparmio», secondo un'impostazione già presente in ID., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, pp. 86 ss., volta più in generale a sottolineare «la dissociazione tra forma societaria e sostanza imprenditoriale», di talché è possibile che il guadagno soggettivo prodotto (la remunerazione dell'investimento) rappresenti anche un profitto di impresa, e in tal caso troveranno applicazione entrambe le discipline, quella dell'impresa e quella societaria; ma è anche possibile che all'arricchimento dei soci ovvero, come nel nostro caso, degli investitori, non corrisponda alcuna creazione di nuova ricchezza: in una prospettiva analoga v. anche P. SPADA, voce *Impresa*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, VII, Torino, 1992, pp. 42 ss. Tale impostazione è sostanzialmente condivisa da E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 62; S. CICHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 596 nt. 36, ove afferma che «nel contesto del servizio di gestione collettiva del risparmio il patrimonio a servizio dell'attività imprenditoriale economica obiettivamente considerata è certamente quello della SGR, non certo i singoli patrimoni autonomi che, di contro e come si è evidenziato nel testo, assurgono a oggetto di investimento»; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva*, cit., p. 1151 s., nt. 32, il quale però osserva anche, con riguardo ai Fia, che la loro gestione patrimoniale «si avvicina, per entità nonché qualità dei rischi connessi, all'attività d'impresa» (ID., *op. cit.*, p. 1172), per la possibilità loro riconosciuta ad assumere partecipazioni di controllo: ma v. *infra* nel testo.

‘Regolamento ESMA’ 1095/2010/UE, il quale afferma la loro “efficacia ermeneutica vincolante”, consentendo di attribuirgli valore di legge europea di interpretazione ufficiale del contenuto della direttiva <sup>186</sup>. Ebbene, ivi si legge che per scopo commerciale o industriale si intende il perseguimento di strategie imprenditoriali volte alla commercializzazione di beni o servizi non finanziari, e ciò conferma che la creazione di ricchezza *oggettivamente* considerata è estranea allo scopo fisiologicamente perseguito nello svolgimento dell’attività di gestione collettiva di patrimoni, potendo al più rappresentare un mezzo idoneo alla realizzazione di lucro soggettivo per i partecipanti <sup>187</sup>.

Inoltre, dal punto di vista della responsabilità patrimoniale, e in particolare nella prospettiva della crisi, l’applicazione rigorosa di tale impostazione, unitamente al divieto, indirizzato alle Sgr, di ricorrere alle procedure concorsuali, eccettuata la liquidazione coatta amministrativa <sup>188</sup>, avrebbe come risultato l’inapplicabilità ai fondi

---

<sup>186</sup> Secondo la comune ripartizione degli strumenti caratteristici dell’interpretazione giuridica, per la quale vedi, in luogo di altri, G. TARELLO, *L’interpretazione della legge*, Milano, 1980, pp. 50 ss., ove si apprende come questi possano, in via generale, distinguersi in diversi gruppi, dal punto di vista del diritto e dal punto di vista del fatto: sebbene ovviamente la tipizzazione delle figure di interpreti necessiti di essere adeguata nel cambio da un ordinamento all’altro, la cultura giuridica ha attribuito i nomi alle varie classi di attività interpretative sotto il profilo soggettivo, ossia dell’interprete. Si allude ai nomi tradizionali di interpretazione *autentica, ufficiale, giudiziale, giurisprudenziale, dottrinale*, laddove la seconda si caratterizza per il fatto di consistere in quell’attività interpretativa compiuta da un organo, diverso e inferiore da quello che ha prodotto l’oggetto, dell’apparato statale (ovvero, come nel nostro caso, sovranazionale) nell’ambito dell’esercizio del proprio ufficio istituzionale. Ad esempio, in ambito statale, hanno tale valore le circolari amministrative interpretative, e, in ambito europeo, appare pertinente il riconoscimento di un simile valore interpretativo ad atti regolamentari posti in essere dalle Autorità di vigilanza europee.

In particolare, cfr. ESMA, *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, doc. ESMA/2013/611 del 13 agosto 2013, adottati in seguito ad un duplice procedimento di consultazione interno (*Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFs*, doc. ESMA/2012/117 e *Consultation Paper – Guidelines on key concepts of the AIFMD*, doc. ESMA/2012/845). Sul valore normativo degli Orientamenti ESMA, e più in generale sui crescenti poteri regolamentari attribuiti alle agenzie europee, cfr. M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies’ Soft Law at the National Level: The Case of European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht Law Review*, 2014, pp. 116 ss.

<sup>187</sup> V. ancora E. BARCELLONA, *La disciplina*, cit., p. 62 s., il quale riporta altresì che il requisito della “politica di investimento predeterminata”, ai sensi degli Orientamenti ESMA, ricorre quando *lo scopo perseguito è diverso da un generale scopo commerciale o industriale*. Pertanto l’A. conclude che «il *business scope* di un GEFIA, la gestione del quale fa scattare la «riserva», non è integrato quando lo scopo sociale è quello del generale perseguimento del profitto attraverso una “normale” attività commerciale o industriale. Il requisito corrisponde sostanzialmente a quello che, per il diritto italiano (art. 2082 c.c.), costituisce elemento integrativo di una attività di «impresa»: la conduzione di un’attività economica professionalmente organizzata al fine della produzione o dello scambio di bene o servizio».

<sup>188</sup> Tale divieto è affermato in virtù del rinvio all’art. 80, comma 6, TUB, operato dall’art. 57, comma 3, TUF; mentre l’inammissibilità del ricorso all’accordo di ristrutturazione dei debiti deriverebbe dalla necessaria qualificazione di imprenditore commerciale del richiedente affermata dall’art. 182-*bis*, comma 1, l. fall.



del concetto tecnico di insolvenza, con la relativa conseguenza di sancire l'inapplicabilità di strumenti di soluzione della crisi tipicamente destinati alle imprese commerciali, e la conseguente soggezione alla disciplina dell'incapienza patrimoniale<sup>189</sup>. Questa lettura sembrerebbe peraltro trarre vigore, da un lato, dalla disposizione di cui all' art. 57, comma 6-*bis*, Tuf, norma la cui rubrica, pur facendo espresso riferimento alla liquidazione coatta amministrativa, applica ai fondi in crisi una semplice liquidazione giudiziale. Dall'altro lato, dal comma 3-*bis* del medesimo articolo, nella parte in cui prevede che, in caso di gestione congiunta della crisi della Sgr e dei relativi fondi in gestione, il commissario liquidatore procede alla liquidazione o alla cessione di questi ultimi, e dunque, escludendo la conservazione della relativa funzione produttiva, sembrerebbe confermare la connotazione non imprenditoriale dell'attività di gestione<sup>190</sup>.

La gestione del fondo a fini di lucro soggettivo a beneficio dei partecipanti, pertanto, rappresenta allo stesso tempo esercizio dell'oggetto sociale della Sgr ed esecuzione della prestazione contrattuale cui la stessa si obbliga, con la stipulazione del peculiare contratto di gestione collettiva, nei confronti dei sottoscrittori delle quote del fondo<sup>191</sup>.

In altri termini, la Sgr, nello svolgimento della propria attività, dispone di due patrimoni, l'uno insensibile alle vicende dell'altro: del fondo comune di investimento, che è costituito dalle risorse apportate dai sottoscrittori delle quote del fondo, e la cui

---

<sup>189</sup> In questo senso, cfr. G. FERRI jr, *L'incapienza*, cit., p. 436; S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità*, cit., p. 610; V. OCCORSIO, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del T.U.F.*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, spec. p. 624, e nt. 28, i quali ritengono preferibile l'applicazione della disciplina dedicata alla regolamentazione dell'incapienza dell'eredità beneficiata e dell'eredità giacente. Per una ricostruzione parzialmente diversa, sia consentito rinviare a A. SANTONI, *Crisi del fondo comune di investimento, crisi della SGR e accordo di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. comm.*, 2016, II, pp. 120 ss., ove si è sostenuta l'ammissibilità di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-*bis*, l. fall., stipulato con i creditori del fondo comune. Infatti, partendo dalla qualificazione squisitamente contrattuale degli accordi in questione (nonostante successivamente la Corte di Cassazione, con sentenza del 18.1.2018 n. 1182, abbia, a mio avviso in modo non convincente, optato per la soluzione opposta, sia pure a titolo di *obiter dictum*: e v. la nota critica di S. BONFATTI, *La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 1, pp. 1 ss.), appare lecito qualificarli come meri atti di gestione compiuti dalla Sgr per conto e nell'interesse del fondo, laddove la qualificazione non imprenditoriale di quest'ultimo è compensata proprio dal fatto che è un diverso soggetto imprenditore, la Sgr, a formulare la proposta di accordo.

<sup>190</sup> Vedi G. FERRI jr, *L'incapienza*, cit., p. 437.

<sup>191</sup> Il fondo costituisce pertanto, al tempo stesso, il risultato delle prestazioni contrattuali cui si sono obbligati i partecipanti (il versamento delle somme per le quote sottoscritte) e il mezzo con cui la società gerente adempie alla propria obbligazione contrattuale, cioè la gestione e l'investimento delle stesse somme in monte.

valorizzazione a scopo di lucro soggettivo a beneficio dei quotisti rappresenta l'esecuzione del peculiare contratto di gestione collettiva, espresso nel Regolamento del fondo stesso; e del proprio patrimonio sociale, col quale soltanto risponde nei confronti dei propri creditori sociali.

Una simile impostazione potrebbe peraltro, in via ipotetica, prestarsi ad una suggestiva ricostruzione del fondo comune in termini di *azienda* della Sgr, rilevante *ex art. 2555 c.c.*<sup>192</sup>, cioè come struttura organizzativa in senso lato, adoperata dalla società di gestione per lo svolgimento della sua attività d'impresa<sup>193</sup>. Tuttavia, se la qualificazione di un certo bene come bene aziendale è impressa dalla destinazione che abbia voluto conferirgli lo stesso imprenditore, nel fondo comune è invece indispensabile l'apporto di terzi, che non possono essere ritenuti 'soci' né tantomeno 'coimprenditori' della società di gestione<sup>194</sup>.

Infine, rispetto all'inquadramento del 'contratto di gestione collettiva', innanzitutto appare preferibile l'impostazione che vi ravvisa non un contratto plurilaterale, ma un contratto aperto<sup>195</sup>. Del resto, la prima qualificazione parrebbe di dubbia utilità, atteso che la relativa disciplina, tutta incentrata sui possibili profili patologici del contratto, risulterebbe ovviamente inapplicabile, risultando alquanto arduo figurarsi un contratto di gestione collettiva (un Regolamento di fondo) che preveda clausole di risoluzione discendenti dall'invalidità del vincolo contrattuale di una delle parti, dal relativo inadempimento o dall'impossibilità sopravvenuta della relativa prestazione. Non pare invece peregrina l'idea di considerare applicabile la disciplina del contratto plurilaterale a figure affini, ma come visto non soggette alla riserva di attività di gestione collettiva professionale, quali ad esempio *club deals* o *family offices*, ove la ristretta cerchia di investitori presenti ben può giustificare l'essenzialità della partecipazione di uno di essi, e quindi l'adeguatezza della tipica disciplina sull'invalidità contrattuale di cui agli artt. 1420, 1446 e 1459 c.c.

---

<sup>192</sup> Sul punto, a quanto risulta, si esprime solo A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., p. 15, ma nella diversa prospettiva del fondo come mezzo attraverso cui la Sgr persegue il proprio oggetto sociale, nello svolgimento della propria attività commerciale *ex art. 2195*, comma 1, numero 2, c.c.

<sup>193</sup> Sul punto cfr. L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 209 nt. 440.

<sup>194</sup> V. ancora A. TRAVERSI, *La disciplina*, cit., p. 15.

<sup>195</sup> P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato*, cit., p. 90 s., mentre nel senso del contratto plurilaterale v. A. LENER, *Costituzione*, cit., pp. 186 ss.

In secondo luogo, l'interrogativo relativo al tipo contrattuale al quale sarebbe riconducibile il Regolamento del fondo, appare più un problema di nominalismo della fattispecie contrattuale che non di questione rilevante sul piano normativo. Se infatti se ne afferma la qualificazione in termini di mandato, si dice trattarsi comunque di una figura contrattuale divergente dallo schema tipico del mandato, innanzitutto in punto di poteri, limitati, che competono al mandante: sarebbe un contratto riconducibile al mandato, essendo quest'ultimo il contratto sistematicamente centrale nell'ambito dei contratti a contenuto gestorio<sup>196</sup>. Nel caso in cui se ne affermi la specialità rispetto al mandato, si afferma che il relativo contenuto è stabilito appunto nel Regolamento del fondo, rinviandosi alla disciplina del mandato per quanto non stabilito espressamente<sup>197</sup>. Allora può anche dirsi che il Regolamento del fondo esprime pur sempre un rapporto di mandato, il cui contenuto è liberamente modellato dalle parti in virtù dell'art. 1322, comma 1, c.c.<sup>198</sup>, ferma restando la vigenza di alcune regole imperative sancite dal Tuf<sup>199</sup>.

---

<sup>196</sup> Infatti, il problema della autonomia concettuale del contratto di gestione collettiva, rispetto al mandato senza rappresentanza (e in tal senso v. già B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 567 ss.), pare a sua volta dipendere dalla risposta che voglia darsi alla questione relativa all' idoneità del mandato a rappresentare il paradigma delle operazioni negoziali a causa gestoria: e v. in tal senso, A. VENDITTI,  *Appunti sul mandato*, cit., p. 11; F. ALCARO,  *Mandato*, cit., p. 9 s.; G. FERRI jr,  *Patrimonio e gestione*, cit., pp. 37 ss.; G. GUIZZI,  *Girata simulata e girata fiduciaria: spunti per una ricerca*, in  *Riv. dir. comm.*, 1996, I, pp. 558 ss., ove l'A. osserva che la centralità sistematica assunta dal dovere di correttezza e lealtà che il fiduciario deve al fiduciante sia «un elemento che necessariamente concorre a qualificare l'operazione negoziale nei termini di operazione gestoria e quindi permette di ravvisare in essa gli estremi di un mandato che *del contratto con causa gestoria rappresenta nel nostro ordinamento l'archetipo*».

<sup>197</sup> F. ANNUNZIATA,  *Gli organismi*, cit., pp. 48 ss.; F. GUERRERA,  *Contratto d'investimento*, cit., pp. 696 ss.

<sup>198</sup> Per una simile applicazione del disposto dell'art. 1322, comma 1, c.c. cfr., a titolo esemplificativo, la recente sentenza a Sezioni Unite di Cass. 28 settembre 2018 n. 22437: tra i numerosi commenti, v. N. DE LUCA,  *Clausole claims made: sono tipiche e lecite, ma di tutto si può abusare*, in  *Foro it.*, 2018, I, pp. 3034 ss.; M. CAMPOBASSO,  *Evoluzioni e rivoluzioni nella giurisprudenza in tema di assicurazioni claims made*, in  *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, pp. 138 ss.; P. CORRIAS,  *La sentenza a sezioni unite del 28 settembre 2018, n. 22437. Più luci che ombre*,  *ibi*, pp. 152 ss.

<sup>199</sup> In particolare, a titolo esemplificativo si può ricordare l'ipotesi di sostituzione del gestore, che nei fondi chiusi può essere deliberata a maggioranza, e non all'unanimità, come richiederebbe la disciplina del mandato collettivo  *ex art. 1726 c.c.*, salva la revoca per giusta causa.

## CAPITOLO TERZO

### PARTECIPAZIONE ED ESERCIZIO DEL VOTO PER CONTO ALTRUI

SOMMARIO: 1. *Partecipazione sociale e attività di gestione del risparmio.* - 2. *Sostituzione del gestore e circolazione della partecipazione.* - 3. *L'esercizio del diritto di voto per conto del fondo.* - 4. *Il conflitto di interessi* - 5. *Il ruolo dei consulenti di voto.*

#### 1. *Partecipazione sociale e attività di gestione del risparmio*

Molte delle difficoltà interpretative, connesse al tentativo di adeguamento della disciplina societaria a quella in materia di fondi comuni, derivano innanzitutto dalla specificità della partecipazione sociale quale bene, o meglio quale valore<sup>200</sup>, oggetto del rapporto di gestione collettiva del risparmio. È anzi d'uopo notare come già il problema generale della partecipazione sociale, in sé considerato, abbia contribuito al già accennato processo centrifugo di disgregazione del contenuto del concetto di proprietà<sup>201</sup>, poi ulteriormente acuitizzato proprio dalla considerazione della partecipazione sociale in quanto oggetto di gestione collettiva, e, più in generale, dei beni oggetto di gestione collettiva di patrimoni, della cui irriducibilità allo schema fornito dalla dicotomia diritto reale-diritto obbligatorio si è ampiamente discusso.

Infatti, la consapevolezza circa la necessità di abbandonare il paradigma del diritto soggettivo, quale strumento concettuale funzionale ad una collocazione sistematica della partecipazione sociale, è ormai da tempo acquisita in dottrina<sup>202</sup>, in

---

<sup>200</sup> Sulla concezione della partecipazione sociale, sia pure dalla prospettiva del conferimento, quale 'forma di un valore', e non quale bene, cfr. G. FERRI *jr*, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 73 ss.; pp. 346 ss., il quale sottolinea come «il conferimento rappresenta una vicenda che si svolge nella dimensione dei *valori*, non in quella dei beni: una vicenda che si risolve, in particolare, nella *trasformazione*, e cioè nella modificazione della forma giuridica, del valore oggetto di conferimento. Attraverso la prestazione di conferimento, il valore che ne rappresenta l'oggetto «abbandona» la specifica forma che concretamente presentava, per «assumere» l'altrettanto specifica, ma diversa, forma di partecipazione sociale, e dunque per essere sottoposto alla relativa disciplina»; ID., *Valutazione ed iscrizione in bilancio dei conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 483 ss.

<sup>201</sup> In questo senso, P. RESCIGNO, voce *Proprietà* (dir. priv.), in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, 254 ss.; e cfr. anche O.T. SCOZZAFAVA, *I beni e le forme giuridiche di appartenenza*, Milano, 1982, pp. 85 ss. Vedi anche, ma con riguardo all'improprio registro terminologico utilizzato con riguardo al rapporto fiduciario, quale il continuo riferimento alla proprietà 'sostanziale' di beni, S.J. GEIBEL, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, Tübingen, 2008, p. 1.

<sup>202</sup> Cfr., A. BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951, pp. 32 ss., per uno studio della partecipazione sociale in una prospettiva eminentemente oggettivistica, prescindendo dai profili strutturali e soggettivi che connoterebbero la posizione di socio;

quanto insufficiente a spiegare la vasta gamma di situazioni giuridiche che possono competere all'azionista <sup>203</sup>. Laddove rapportata alla gestione collettiva del risparmio,

---

F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, pp. 65 ss., sottolineando come la considerazione della partecipazione sociale alla luce del paradigma del diritto soggettivo esprimesse le difficoltà della dottrina giuridica a emanciparsi dalla costruzione di un sistema 'a soggetto', proprio della cultura giusnaturalistica (e analogamente v. G. ROSSI, *Persona giuridica*, cit., p. 35). L'alternativa tra diritto reale e obbligatorio sarebbe a sua volta intimamente connessa con il problema della persona giuridica, nel senso che se si intende la personalità come reale costituzione di un nuovo soggetto di diritto, la posizione del socio non potrà che essere quella di mero creditore, mentre aderendo alle tesi finzioniste si giustificerebbe la ricostruzione della posizione del socio nei termini di diritto reale, essenzialmente in quanto comproprietario del patrimonio sociale: e infatti, in questo senso, v. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, pp. 40 ss., spec. p. 64, per il quale il problema della personalità giuridica è intimamente connesso con quello della partecipazione sociale, tanto che essi sarebbero due momenti distinti dello stesso tema: laddove si riconoscesse la personalità giuridica si escluderebbe che i partecipanti siano titolari di un diritto assoluto (reale) sul patrimonio sociale, mentre negandola alle società personali si attribuirebbe un vero e proprio diritto di comproprietà in capo ai soci, mentre l'assenza di autonomia patrimoniale potrebbe al più costituire un indice negativo circa l'esistenza della persona giuridica. Secondo l'A., negando la personalità giuridica delle società personali non resterebbe pertanto che ravvisare nella società una comunione, sia pure qualificata, e in ogni caso nel socio il titolare di un diritto reale sui beni comuni, accogliendo per esclusione la tesi che riconosce una forma sia pure attenuata di soggettività giuridica, o che comunque ravvisa un nuovo centro d'imputazione dei rapporti giuridici. In questa prospettiva, il discorso sulla persona giuridica serve perché la tradizionale configurazione della partecipazione sociale come forma pur peculiare di contitolarità relativa al patrimonio sociale può superarsi solo ammettendo la soggettivazione della società, che importa estraneità e dipendenza del relativo patrimonio dai soci, incompatibili con qualsivoglia regime di contitolarità.

Più di recente, v. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, pp. 40 ss., il quale osserva, da un lato, con riferimento ai diritti di credito, che la condizione al cui verificarsi un credito effettivamente sorge, cioè l'approvazione del bilancio e della delibera di distribuzione dell'utile, è interamente nella disponibilità del 'debitore', la società. Dall'altro lato, rispetto ai diritti reali, osserva che anche a volersi individuare nella partecipazione sociale una forma giuridica di appartenenza, essa presenterebbe caratteri difformi dalla proprietà sia dal punto di vista del soggetto che del bene conferito, avendo quest'ultimo una funzione puramente strumentale rispetto all'esercizio dell'attività comune. È interessante notare come la segnalata proiezione delle pretese patrimoniali degli azionisti abbia dato adito a ricostruzioni volte a tracciare un parallelo con l'evoluzione della figura concettuale amministrativistica dell'interesse legittimo in diritto soggettivo: lo stesso procedimento si verificherebbe infatti anche nell'ordinamento societario, appunto rispetto alla evoluzione delle posizioni patrimoniali riflesse in posizioni di diritto soggettivo, «allorché assurgono alla dignità di vero e proprio diritto di credito»: così P. VITALE, *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano, 1964, p. 78, il quale osserva conseguentemente che i diritti soggettivi degli azionisti non costituiscono premessa della partecipazione sociale, bensì il suo sbocco naturale: da diritto "astratto" a diritto "concreto", ancora attingendo alla terminologia utilizzata dalla dottrina pubblicistica. L'A. citato mostra invero una particolare sensibilità verso l'utilità, nel campo del diritto societario, dei concetti elaborati dalla dottrina amministrativistica, inquadrando altresì la ricostruzione della posizione di socio in termini di rapporto giuridico tra le c.d. situazioni giuridiche strumentali, anch'esse di matrice pubblicistica. Per un'altra interessante opera di valorizzazione del dialogo tra diritto commerciale e amministrativo, sia pure in una prospettiva diversa da quella qui trattata, e in particolare rispetto alla grande impresa, v., più di recente, M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in *Attraversare i confini del diritto. Giornata di studio dedicata a Sabino Cassese*, a cura di L. Torchia, Bologna, 2016, pp. 215 ss.

<sup>203</sup> Sul punto, è noto come la maggioranza della dottrina tedesca in tema di partecipazione sociale sia invece giunta a conclusioni in parte opposte, essendo in quella letteratura giuridica conclusione assai diffusa quella che vede nella *Mitgliedschaft*, nella partecipazione sociale, un diritto soggettivo *sui generis* (*subjektives und sonstiges Recht*): cfr., *ex multis*, H. WIEDEMANN, *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*, München, 1965, pp. 39 ss., M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des*

tale difficoltà di inquadramento è persino accresciuta dal fatto che, rispetto ad essa, le azioni oggetto di gestione non si atteggiavano neppure più come beni o valori di secondo grado, come si è soliti dire nel diritto azionario comune <sup>204</sup>, cioè come termini di riferimento per un investimento, bensì come beni di terzo grado, ossia come mezzi per ottenere un risultato attraverso una partecipazione mediata e indiretta alla società. Tale circostanza, tra l'altro, parrebbe dare maggiore sostanza al dubbio, già esplicitato, sulla effettiva adeguatezza della disciplina societaria di cui al codice civile, imperniata su una considerazione dell'impresa essenzialmente a carattere industriale, a regolare specialmente le società quotate partecipate da soci la cui azione è sorretta, viceversa, da logiche squisitamente finanziarie <sup>205</sup>. Sul punto, occorre chiarire che, a prescindere

---

*Korporationsrecht*, in *AcP*, 1980, spec. p. 101 s.; K. SCHMIDT, *Die Vereinsmitgliedschaft als Grundlage von Schadenersatzansprüche – Positive „Vertragsverletzung“ und „sonstiges Recht“ im Innenrecht des Vereins* -, in *JZ*, 1991, pp. 157 ss., sul c.d. *Schärenkreuzer-Urteil*, una delle due sentenze con cui il *BGH* ha dato riconoscimento giurisprudenziale, decenni dopo alcune aperture operate dal *Reichsgericht* a titolo di *obiter dicta*, alla suddetti tesi, di elaborazione dottrinale, che qualifica la *Mitgliedschaft* in termini di diritto soggettivo; ID., § 105 *HGB*, in *Münchener Kommentar zum HGB* <sup>2</sup>, München, 2006, Rn. 169; ID., *Gesellschaftsrecht* <sup>5</sup>, Köln-Berlin-Bonn-München, 2015, pp. 547 ss.; M. HABERSACK, *Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht*, Tübingen, 1996, spec. pp. 117 ss.; D. REUTER, § 38 *BGB*, in *Münchener Kommentar zum BGB* <sup>4</sup>, München, 2001, Rn. 10 e seguenti.

Tuttavia, è altrettanto noto come tale approccio interpretativo sia in certo senso 'obbligato' dal principio di tipicità dell'illecito civile vigente nell'ordinamento giuridico germanico ai sensi del § 823, *Absatz 1*, *BGB*, norma che, non contemplando esplicitamente nell'ambito della relativa tutela il patrimonio, pone l'alternativa tra la considerazione della *Mitgliedschaft* quale *Eigentumsrecht* rilevante ex § 1004 *BGB*, invero espressamente oggetto di tutela in quella norma, e la sua considerazione quale *sonstiges Recht*, ossia quale residuale diritto soggettivo meritevole di tutela: ma contro la necessità di tale interpretazione vedi H. MERTENS, *Deliktsrecht und Sonderprivatrecht – Zur Rechtsfortbildung des deliktischen Schutzes von Vermögensinteressen*, in *AcP*, 1978, pp. 227 ss., ove argomenta l'opportunità di estendere la tutela extracontrattuale anche ad interessi patrimoniali qualificati, nonostante al riguardo la formulazione del § 823 *BGB* abbia indotto la dottrina maggioritaria ad assumere la conclusione opposta; W. HADDING, *Verfügungen über Mitgliedschaftsrechte*, in *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, Berlin, 1990, pp. 31 ss.; V. BEUTHIEN, *Zur Mitgliedschaft als Grundbegriff des Gesellschaftsrechts – Subjektives Recht oder Stellung im pflichthaltigen Rechtsverhältnis?*, in *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München, 2002, p. 755 ss., il quale anche ritiene lecita l'estensione della tutela da illecito civile anche senza la qualificazione della *Mitgliedschaft* come diritto soggettivo. Inoltre, v. già R. MÜLLER-ERZBACH, *Das Erfassen des Rechts aus den Elementen des Zusammenlebens veranschaulicht Gesellschaftsrecht*, in *AcP*, 1955, pp. 321 ss.

<sup>204</sup> Ma v. lo spunto di G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 194 ss., ove la considerazione della azione quale bene oggetto di scambio sul mercato, «e dunque come merce», fa sì che essa emerga «in termini di *unità di partecipazione*, più che in quelli di bene di secondo grado: laddove anche in tale prospettiva può cogliersi un «secondo grado» (o, meglio, una duplicità di gradi), in relazione, tuttavia, non già al «bene», quanto al «processo» di valutazione, e, dunque, al suo esito, il valore».

<sup>205</sup> Così P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., p. 196, p. 203 s., il quale, a sostegno della asserita inopportunità dell'acritico ricorso a strumenti concettuali privatistici rispetto al diritto finanziario, adduceva a titolo di esempio il regime di nullità per vizio di forma scritta, eccepibile solo dal cliente, nei contratti di investimento ex art. 23, commi 1 e 3, TUF, notando che «ancora una volta, [...] la non meditata applicazione di principi civilistici ha portato ad una disciplina fortemente ed ingiustificatamente penalizzante per la banca, e ora per il gestore», ipotizzando il caso di «una gestione

dall'interrogativo ulteriore, relativo alla possibilità di tradurre tale specificità in una variazione tipologica e normativa della società quotata rispetto all'ordinaria società per azioni <sup>206</sup>, dovrebbe innanzitutto indurre alla ricerca di soluzioni coerenti con la peculiare struttura delle stesse, a partire dal dato per il quale i soci 'diversificati', come i fondi armonizzati, possono ormai considerarsi come quelli 'tipici' delle società quotate <sup>207</sup>.

Tale necessità di adeguamento è comunque conseguenza della neutralità, dal punto di vista normativo, rispetto ai possibili 'tipi' di soci, nel senso che la disciplina del codice prescinde dalla possibile diversità negli assetti di interessi ascrivibili ad un determinato socio, e quindi, in fin dei conti, dai motivi che lo abbiano indotto a entrare in società: come, nel nostro caso, ad un socio affatto peculiare quale è la Sgr per conto del fondo comune <sup>208</sup>. Del resto, l'aspirazione a regolare tutte le possibili situazioni

---

di patrimoni nulla per vizio originario di forma; il primo anno tutto va bene e il cliente tace, il secondo per inversione delle tendenze di mercato il cliente perde parte del capitale iniziale, e a questo punto eccipisce la nullità», concludendo che «logica avrebbe voluto [...] che la nullità non fosse relativa, ma limitata nel tempo, e così ad esempio che non fosse possibile eccipirla dopo il primo rendiconto, ma posto che la logica astratta della nullità vuole la durata eterna del vizio, così non si è voluto disporre» (ma v. in senso diverso, con ricorso a categorie civilistiche, D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010) A valle di tale ragionamento può notarsi, oltre all'acuta intuizione dell'Autore rispetto al problema, poi effettivamente sorto, della eccezione 'selettiva' della nullità, da parte del cliente, per vizio di forma nei c.d. contratti monofirma (sul quale, come noto, da ultimo l'ordinanza di rimessione n. 23927 alle Sezioni Unite della I Sezione Civile della Corte di Cassazione del 18 ottobre 2018), una comune radice di tale problematica con quella segnalata nel testo, ossia quella consistente nell'opportunità di un'indiscriminata applicazione di principi e categorie giuridiche, di derivazione eminentemente civilistica, nel campo del diritto dei mercati finanziari.

<sup>206</sup> Cfr. G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, pp. 483 ss.

<sup>207</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Lo statuto normativo della società quotata*, destinato alla pubblicazione in *Trattato sul Testo Unico della Finanza*, diretto da G. Presti e M. Cera, che si è potuto consultare grazie alla cortesia dell'Autore, spec. p. 7 s. del dattiloscritto, ove osserva che «al centro di una analisi generale dello statuto normativo delle società quotate va posta la necessità di evidenziare la *peculiarità dei problemi* che la negoziazione continua delle azioni su un mercato regolamentato pone per il governo dell'emittente e sottolineare la conseguente *specificità delle soluzioni* che l'ordinamento è chiamato a chiamare a ad allestire», e ancora che «la disciplina della società quotata appare, in vero, suscettibile di essere ricostruita a partire dal luogo in cui vengono negoziate le partecipazioni e *rintracciando nell'investitore istituzionale diversificato, e quindi nel mercato, l'archetipo di «socio»* alla luce del quale condurre l'interpretazione delle norme di cui è intessuta quella disciplina».

<sup>208</sup> E v. M. STELLA RICHTER jr, *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Milano, 1996, p. 76, il quale, sia pure nella prospettiva della contrapposizione tra soci di maggioranza e soci di minoranza, rileva appunto «il generale (ma ancora generico) convincimento secondo cui le circostanze relative alla appartenenza delle partecipazioni sociali siano irrilevanti nella disciplina delle società per azioni»: ma per la società quotata, v. la nota precedente. In una prospettiva simile v. F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. “tipi” protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 1057 ss., il quale critica la tendenza, diffusa nel linguaggio giuridico, a riunire categorie caratterizzate dalla più ampia varietà di posizioni e diversità di interessi sotto concetti unitari, come quelli di “soci”, “creditori”, “consumatori”; e v. anche C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 255.

retrostanti all'ingresso in società, attraverso una tecnica legislativa di tipo casistico, oltre a essere vano, sarebbe in contraddizione con la vocazione, tipica del codice, a definire per concetti astratti <sup>209</sup>.

Ed è proprio alla luce di quanto appena osservato che dev'essere valutata la novità, sotto il profilo sistematico, rappresentata dalla disciplina di cui al divieto di disaggregazione, pur con le sue incongruenze e i dubbi che la stessa solleva. Trattasi infatti di una regola di diritto societario basata su un criterio di applicazione, per così dire, puramente soggettivo e 'casistico', in quanto fondato sulla considerazione della peculiarità dell'attività d'impresa esercitata da un particolare 'tipo' di socio, il gestore di fondi di investimento alternativi, e che quindi parrebbe confermare la fondatezza del possibile distacco dal diritto societario comune dalla regolamentazione di imprese partecipate essenzialmente da soci 'finanziari' <sup>210</sup>.

Inoltre, e, soprattutto, le azioni oggetto di gestione collettiva vengono in considerazione come beni rispetto ai quali l'interesse dei partecipanti al fondo non si appunta sulla valorizzazione della singola partecipazione azionaria compresa nel

---

<sup>209</sup> Cfr. sul tema il saggio di A. WATSON, *The importance of nutshells*, in *The American Journal of Comparative Law*, 1994, pp. 1 ss., il quale propugna l'idea per la quale l'elaborazione di compendi, in particolare dei manuali universitari, ma anche delle codificazioni, sia un elemento costante nella storia del diritto, come strumento idoneo a perseguire la sempiterna aspirazione alla più ampia certezza del diritto possibile. Ad esempio, l'A., nell'annoverare i 'compendi' più rilevanti nella storia dell'evoluzione giuridica, parte dalle Istituzioni di Gaio, passando per il notissimo trattato di William Blackstone, *Commentaries on the Laws of England*, fino appunto al codice napoleonico, che, in questa prospettiva, sarebbe il *nutshell*, ossia lo strumento di sintesi, per eccellenza.

<sup>210</sup> E, sul punto, v. ancora G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, cit., p. 750, il quale ritiene che l'accoglimento della tricotomia gaiana (*personae, res e actiones*), sia pur rivisitata, nel diritto del mercato finanziario, non dovrebbe comunque «condurre a occultare la soluzione di continuità con gli aspetti caratterizzanti il sistema del diritto privato, e soprattutto ad occultare come il corpo normativo del mercato finanziario sia costruito obbedendo a sue logiche interne, che non sono, se non latamente, riconducibili a quelle proprie dell'esperienza privatistica». E sul rapporto tra diritto civile e commerciale, si rinvia al saggio di M. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 1 ss. (anche ampliato in *Rivista ODC*, 2015, n. 3.)

Peraltro, vale la pena di precisare come una simile regola possa dirsi 'casistica' non tanto nel senso accennato nella nota precedente, quanto nell'avallo di una certa moderna tecnica di legiferazione, quella c.d. 'neoliberale': e v. sul punto F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in *Regole e mercato*, Tomo II, a cura di M. Rispoli Farina-A. Sciarrone Alibrandi-E. Tonelli, Torino, 2017, pp. 1 ss., il quale rileva come il c.d. stile giuridico neoliberale ha invero tra le sue principali caratteristiche quella della intensificazione esasperata nella produzione di regole giuridiche, e che dal punto di vista sistematico si è tradotta «nella frammentazione dell'ordinamento e [nel]la moltiplicazione di ambiti governati da norme specifiche, [la quale] non solo non è stata ricomposta in direzione della ricostruzione di un sistema del tipo di quello costruito dai liberali classici, ma sembra essersi addirittura intensificata, giungendo a volte alla creazione di interi sottosistemi dotati di elevati gradi di autonomia»: e al riguardo può appunto osservarsi come tale tendenza non potrà che accentuare, sul piano normativo e quindi anche scientifico, la cennata autonomia del diritto del mercato finanziario; e v. anche ID., *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in *ODCC*, 2016, pp. 419 ss. E cfr. anche la raccolta di saggi di N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016.



portafoglio del fondo, in quanto ricompresi in un pacchetto di partecipazioni, ove la valorizzazione dell'una è tendenzialmente indipendente dalla valorizzazione delle altre <sup>211</sup>.

Dunque, riprendendo le fila del discorso, lo schema diritto-obbligo, utile all'inquadramento di gran parte dei rapporti di diritto privato, che si connotano per esprimere situazioni tendenzialmente statiche, appare pertanto meno adeguato a spiegare il complesso dei rapporti societari, caratterizzati, al contrario, da situazioni eminentemente dinamiche, in quanto fisiologicamente destinate a evolversi in un'attività destinata a durare nel tempo, che costituisce il mezzo per il raggiungimento di uno scopo ulteriore <sup>212</sup>.

---

<sup>211</sup> In questo senso, vedi, tra gli altri, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., p. 197; R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 319 s.

<sup>212</sup> È noto che la paternità della tesi che ha teorizzato l'appartenenza della disciplina giuridica dell'impresa ad un sistema 'ad attività', contrapposto al sistema 'a soggetto', tipico del diritto privato comune, sia generalmente attribuita a P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, spec. pp. 189 ss., il quale ha senza dubbio compiuto il più imponente tentativo di inquadramento sistematico in tal senso, anche se l'adozione di tale prospettiva era probabilmente già rinvenibile in alcuni Autori precedenti: cfr. R. NICOLÒ, *Riflessioni sul tema dell'impresa e su talune esigenze di una moderna dottrina del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, pp. 177 ss., ove espone la tesi della *valorizzazione autonoma dell'attività come gestione*, tuttavia pur sempre in adesione ad una prospettiva soggettivistica, nel momento in cui ravvisa, in capo all'imprenditore, un "diritto di impresa", a contenuto complesso, sorto a titolo originario, e distinto dagli altri eventuali diritti che colleghino l'imprenditore ai singoli beni aziendali, e coincidente con il potere di gestione; P. VITALE, *Contributo*, cit., pp. 24 ss., il quale a sua volta si sofferma sulla nozione di *attività*, che è l'elemento fondante della organizzazione scaturita dal contratto sociale, innanzitutto in contrapposizione alla proprietà: in questa prospettiva, *l'attività è diretta alla produzione di beni e allo scambio, e la gestione dei beni è volta a realizzare tale scopo*. Peraltro, l'A. osservava come l'approfondito studio della categoria dell'atto giuridico avesse ostacolato lo sviluppo di una ricostruzione unitaria del concetto di attività e la possibilità di riconoscergli un'autonoma rilevanza, al disopra della manifestazione dei singoli atti che la compongono, il che, da un lato, aveva portato ad una sorta di 'esclusiva', nello studio di siffatta categoria autonomamente considerata, a beneficio della dottrina pubblicistica (e v., per tutti, sulla attività come serie di atti teleologicamente collegati, M.S. GIANNINI, voce *Attività amministrativa*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, pp. 988 ss.); e, dall'altro lato, ad una sua imputazione alla persona fisica ovvero alla persona giuridica, laddove il collegamento soggettivo sarebbe però un metodo d'indagine tipicamente adottato nella ricostruzione della fattispecie 'atto giuridico', mentre nell'attività dovrebbe porsi l'accento sul contenuto o sulla funzione di certi comportamenti. Secondo l'A., pure la tesi positivista ascarelliana della persona giuridica come disciplina, risolvendo anche la stessa attività nella disciplina riassunta dal termine 'personalità', avrebbe ostacolato la ricostruzione di una fattispecie autonoma di attività (e v. G. OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, pp. 109 ss.). V. anche F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., p. 84 s., nella cui prospettiva il contratto di società sarebbe soltanto lo schema entro cui si determinano i rapporti dinamici tipici dell'attività. Ciò sarebbe attestato dal fatto che nell'ordinamento societario prevalgono nettamente le norme *strumentali*, cioè quelle che disciplinano la produzione di precetti (ad esempio le norme di organizzazione interna), su quelle *materiali*, che viceversa contengono precetti già completi, come l'art. 2265, laddove tale circostanza darebbe sostanza all'etichetta del contratto di società come *Organisationsvertrag*. In senso analogo, nella dottrina più recente v. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 8, ove l'A. osserva come sia l'omissione «del momento della *attività*, poi orientata alla *gestione di un valore*, che spiega il ricorso a locuzioni vuote», come quella dello *status* di socio, «volte a cristallizzare in una sintetica, ma per ciò stesso insufficiente, formula definitoria la complessità della figura osservata»; p. 33, sottolineando che

Proprio la valorizzazione dell'attività, quale dimensione caratterizzante la partecipazione sociale, e quindi la sua considerazione come vicenda destinata a durare ed a variare qualitativamente nel tempo, consente di saldarla con la speculare impostazione che ravvisa nella partecipazione un rapporto giuridico, e che permette a sua volta di ravvisare, nel valore oggetto di gestione, non un qualsiasi bene oggetto di una posizione giuridica soggettiva, e quindi una *res* imputabile ad un soggetto, ma un termine di riferimento passivo di un interesse, inserito, appunto, in un determinato rapporto giuridico, e quindi come valore oggetto di un'attività di gestione<sup>213</sup>. In altre parole, l'adozione di tale prospettiva 'relazionale' del concetto di partecipazione sociale «si mostra fertile sul piano costruttivo se impiegata al fine di mettere in evidenza il lato "passivo" della relazione societaria, il profilo delle funzioni e dei comportamenti inerenti alla produzione delle regole di svolgimento della attività, e correlativamente il ruolo della partecipazione sociale come criterio di individuazione del termine "attivo" di riferimento del risultato globale di quell'attività»<sup>214</sup>.

---

l'analisi della partecipazione sociale deve muovere dal presupposto del carattere evolutivo della vicenda societaria, ponendo in rilievo «la tensione che le è propria verso il conseguimento di un incremento di valore derivante da una attività e superata la contrapposizione improduttiva tra gli istituti del diritto di proprietà e del diritto di credito».

<sup>213</sup> Vedi M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 53 s., pp. 88 ss., p. 155, ove sottolinea la caratterizzazione della «operazione societaria come *strumento* per attuare una vicenda (non traslativa) ma di "affidamento" di valori alla gestione altrui e la partecipazione sociale come partecipazione ai risultati di una attività di gestione in quanto «caratterizzata dal fatto di avere ad oggetto la cura di interessi altrui»» (così citando G. GUIZZI, *Gestione rappresentativa e attività d'impresa*, Padova, 1997, p. 212 s.).

Peraltro, anche nella dottrina tedesca in tema di partecipazione sociale, nonostante ivi manchi il riferimento al concetto di attività, è frequente il riferimento ad essa quale *Rechtsverhältnis*, e specificamente anche da parte di quella dottrina, maggioritaria, che vi ravvisa altresì un diritto soggettivo *sui generis*, non ritenendo le due qualificazioni incompatibili: cfr. M. HABERSACK, *Die Mitgliedschaft*, cit., p. 62, p. 66 ss., ove argomenta tuttavia la centralità del concetto di rapporto giuridico nell'intero sistema del diritto privato, attualmente assai più pregnante dello stesso concetto di diritto soggettivo; M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft*, cit., pp. 97 ss.; K. SCHMIDT, *Die Vereinsmitgliedschaft*, cit., p. 159, ove sottolinea il carattere di *Sonderrechtsbeziehung* tra il socio e l'organizzazione, la cui lesione può dar luogo ad obblighi di risarcimento del danno secondo il diritto generale delle obbligazioni, e di rapporto dal quale derivano diritti associativi e obblighi primari e secondari. E v. anche R. MÜLLER-ERZBACH, *Das Erfassen des Rechts*, cit., p. 299, p. 321 s., ove, negando il carattere di diritto soggettivo della *Mitgliedschaft*, sottolinea il fatto di essere la stessa termine di un rapporto di durata.

<sup>214</sup> Così, in termini particolarmente incisivi, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 95 s.; e v. altresì, in senso analogo, M. HABERSACK, *Die Mitgliedschaft*, cit., p. 67, il quale sottolinea l'utilità della qualifica della partecipazione come rapporto giuridico proprio perché esso, a differenza del diritto soggettivo, idoneo ad esprimere solo la situazione giuridica 'attiva' rispetto ad un bene, consente di ricomprendervi anche il termine di riferimento passivo («*Rechtsverhältnis im so verstandenen Sinn und subjektives Recht unterscheiden sich demnach allein dadurch, daß ersteres neben der berechtigenden Seite auch die passive Seite des subjektiven Rechts mit in die Betrachtung einbezieht*»).

La consapevolezza circa la inidoneità di costruzioni soggettivistiche nella spiegazione del fenomeno della partecipazione, ha indotto, peraltro, alla diffusa utilizzazione di un approccio metodologico analitico nella relativa ricostruzione concettuale <sup>215</sup>, volto cioè alla scomposizione del suo contenuto a prescindere dalla previa determinazione del *Sein* della partecipazione sociale, dando prevalenza, a seconda delle interpretazioni e dell'angolo visuale adottato, alla sua componente prettamente individualistica, ossia al suo contenuto patrimoniale <sup>216</sup>, ovvero alla opposta prospettiva collettiva e organizzativa, vale a dire, alla posizione di potere rivestita dal socio nell'organizzazione societaria <sup>217</sup>. In questa sede, si intende

---

<sup>215</sup> Lo nota F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., p. 113, pp. 123 ss., per il quale l'adozione del metodo analitico comporta che «il problema della quota si compone di una serie di problemi minori i quali, nel loro insieme, ricostituiscono, però nella formulazione corretta e ormai depurata di ogni istanza estranea o spuria, la genuina problematica della materia», prescindendo dalla ricerca del contenuto sostanziale della partecipazione sociale. V. anche, in termini analoghi, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 16, testo e nt. 35, p. 18 s., il quale pone appunto alla base della sua ricerca una valutazione non sostanziale, bensì funzionale del contenuto della partecipazione sociale, ossia abbandonando la pretesa di volerne cogliere l'essenza.

<sup>216</sup> Così, tra gli altri, G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., pp. 165 ss. E vedi V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, pp. 179 ss., per la nota tesi per la quale l'azionista sarebbe sempre titolare di un diritto soggettivo alla conservazione della qualità di socio. Anche l'indagine di G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 46 ss., p. 73., valorizzando soprattutto la componente finanziaria del fenomeno societario, attraverso la considerazione del conferimento come spesa destinata a produrre un risultato, predilige la componente patrimoniale della partecipazione; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., p. 1, il quale, già in apertura di indagine, sottolinea la centralità sistematica del riferimento, operato dall'art. 2497, comma 1, c.c., all'interesse del socio alla redditività e al valore della partecipazione sociale, dal quale trae l'individuazione nella partecipazione sociale di una vicenda di investimento, di affidamento di valori da parte del socio ad un altro soggetto, e che consente di collocarla nella zona sistematica di un'attività a contenuto gestorio; anche se successivamente (ID., *op. cit.*, p. 89) segnala, d'altro canto, «che una esclusiva considerazione della disciplina societaria come organizzazione del finanziamento dell'attività omette di coglierne un tratto essenziale: l'esigenza, cioè, di selezionare una classe di partecipanti che da tutte le altre si distingue in ragione della peculiare posizione rivestita rispetto alla gestione e al risultato dell'impresa».

<sup>217</sup> In questo senso, P. VITALE, *Contributo*, cit., p. 46, il quale adotta quale criterio-guida per la funzionalizzazione delle posizioni soggettive del socio la sua *Machtlage*, ossia la sua peculiare posizione di potere all'interno di quella comunione di interessi che è la società, peraltro in ossequio ad un orientamento elaborato in seno alla dottrina tedesco: cfr. in particolare R. MÜLLER-ERZBACH, *Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenken*, Weimar, 1948, pp. 38 ss.; nello stesso senso, v. anche M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft*, cit., pp. 112 ss., p. 115, ove misura invero l'intensità dell'obbligo di buona fede sociale (*gesellschaftsrechtliche Treuepflicht*, termine che egli anzi rifiuta [ID., *op. cit.*, p. 101 s.], preferendogli la nozione di *gesellschaftsrechtliche Förderpflicht*) in base alla posizione di potere che ciascun socio ha all'interno della compagine sociale («Je mehr er auf die Gesellschaft selbst bezogen ist, desto stärker ist die Loyalitätspflicht, je weniger (etwa typische Minderheitsrecht) desto geringer»). Mentre specificamente nel senso della centralità sistematica del diritto di voto e, più in generale, dei diritti proporzionali alla partecipazione detenuta, v. F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., pp. 123 ss., il quale, come noto, in una prospettiva critica rispetto alle concezioni c.d. unitarie della partecipazione sociale, ha operato una tripartizione delle situazioni soggettive inerenti alla partecipazione azionaria (poi ripresa anche dalla manualistica: e v. G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale* <sup>9</sup>, *Diritto delle società*, Torino, 2015, p. 373), ove la terza categoria individuata, ossia quella comprendente i diritti dell'azionista basati sul *quantum*

privilegiare, proprio nella consapevolezza del carattere relazionale del concetto di partecipazione sociale, quest'ultima prospettiva, ossia quella della posizione di potere che il fondo come socio, tramite la Sgr, può assumere nell'organizzazione sociale, nel convincimento che il limitato scopo del presente lavoro sconsiglia di intraprendere una ricerca di tipo analitico, volta a dissezionare il contenuto della partecipazione, e le relative valutazioni alla luce della peculiarità del fondo in quanto socio.

Tra l'altro, l'attribuzione, si badi stipulativa, di preminente rilievo alla dimensione organizzativa e gestionale della partecipazione, sembra comunque essere una scelta ermeneutica particolarmente feconda proprio allo specifico fine di indagare la posizione dei fondi comuni in quanto soci, poiché, come è stato osservato dopo la riforma del 1998, «nelle società per azioni, soprattutto quotate, il dato tecnico-giuridico che apre la strada al riconoscimento di una diversità, non di una divergenza, di interessi tra soci [è] costituito dal passaggio del termine di riferimento per la disciplina non già dei profili patrimoniali, ma dei profili di potere nell'organizzazione sociale»<sup>218</sup>. Il dato interessante dell'incontro della disciplina societaria con il fondo comune in quanto socio consiste infatti, in analogia alla intestazione fiduciaria di partecipazioni, nella circostanza per la quale nella gestione collettiva, e specificamente quando essa consiste nella partecipazione in società per conto altrui, si introduce una peculiare «modificazione della situazione di potere ad essa immanente»<sup>219</sup>. Invero,

---

della partecipazione, sarebbero quelli esponenti «i caratteri essenziali e tipici della partecipazione capitalistica».

<sup>218</sup> Così P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., p. 197, il quale nota come tale valorizzazione delle posizioni di potere abbia determinato il passaggio del termine di riferimento della disciplina «dal socio come tale e perché tale (dunque anche se titolare di una azione), ad una «quota» di capitale considerata in sé, indipendentemente dalla sua titolarità» prosegue osservando che il Testo Unico della Finanza, allora appena entrato in vigore, «nel rafforzare i poteri della «minoranza» [...] si muove in questo corretto indirizzo, attribuendo e rafforzando i poteri di pacchetti, quote significative, di capitale sociale». Ed in una prospettiva analoga, cfr. C. ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 207 ss., p. 221, il quale nota però criticamente che il legislatore del 1998, con l'introduzione di poteri a tutela delle «minoranze», «adotta la prospettiva della *quota* e, riferendosi a quote sensibilmente elevate, circoscrive in sostanza i nuovi poteri (quelli che dovrebbero tutelare le minoranze) a chi fa parte della maggioranza di controllo e/o della categoria degli investitori istituzionali. Ci si deve allora chiedere se ed in che senso ciò può servire, almeno indirettamente, alla tutela del risparmiatore». E l'A. nota allora come gli investitori istituzionali possano assumere il ruolo di «enti esponenziali» del risparmio diffuso, anche da loro non gestito: in una analoga prospettiva, v. infatti R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 282 s., il quale sottolinea il ruolo, in particolare delle Sgr, di centri di aggregazione dei soci di minoranza.

<sup>219</sup> Così, sia pure con riferimento alla intestazione fiduciaria di partecipazioni, M. MAUGERI, *Intestazione fiduciaria e circolazione della partecipazione*, in *ODCC*, 2016, p. 69, il quale prosegue ricordando come tale modificazione si esprime altresì nella divergenza tra il *Können* e il *Dürfen*, ossia tra ciò che è giuridicamente possibile fare al fiduciario, nei suoi rapporti con i terzi e in particolare con la società alla quale partecipi a titolo fiduciario, e nel nostro caso alla Sgr, e ciò che gli sarebbe

tale modificazione consiste, da un lato, in una forma di intermediazione nella gestione della partecipazione per conto altrui, sia nel caso della gestione collettiva che nella partecipazione fiduciaria <sup>220</sup>, e, dall'altro lato, nella conseguente distinzione del piano dell'investimento, ossia del versante patrimoniale della partecipazione, da quello della partecipazione intesa come sintesi di una posizione di potere, e quindi tra il soggetto, o meglio, nel nostro caso, del patrimonio, beneficiario dei risultati economici del primo, e il titolare delle connesse posizioni di potere, che si riassumono appunto nella partecipazione <sup>221</sup>. Proprio sotto questo profilo può però valutarsi l'autonomia concettuale della partecipazione per conto altrui nella gestione collettiva dalla partecipazione fiduciaria, connotandosi la prima, dal punto di vista del beneficiario finale, per il suo atteggiarsi come pura vicenda di investimento, in cui cioè l'investitore tipicamente non conserva alcuna prerogativa gestoria, laddove invece, nella seconda, il fiduciante, pur rinunciando alla posizione di potere connessa alla partecipazione, comunque mantiene, normalmente, un potere di direzione e istruzione nei confronti del fiduciario.

---

giuridicamente consentito fare nel rapporto fiduciario interno, ossia verso il fiduciante: e v. infatti S. SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis – Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburg, 1933, p. 146, il quale osserva come il rapporto fiduciario fornisca al fiduciante un potere, una legittimazione giuridica, 'eccedente' rispetto allo scopo perseguito («das Treuhandverhältnis verleiht dem Treuhänder eine den Zweck überschießenden Rechtsmacht»); e in senso analogo, ma con specifico riguardo alla intestazione fiduciaria di partecipazioni nelle società di persone, M. MARKWARDT, *Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnisse bei Personalhandelsgesellschaften*, Marburg, 1973, p. 79.

<sup>220</sup> Cfr., nella dottrina tedesca, K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht* <sup>5</sup>, cit., pp. 1826 ss., il quale discorre di una *mittelbare Beteiligung*, ossia di una partecipazione 'mediata' alla società, specialmente con riferimento alla partecipazione fiduciaria a beneficio altrui (*fremdnützige Treuhand*), definita dal *Bundesgerichtshof* (e v. *BGH*, in *WM*, 1969, p. 935) quale rapporto fiduciario in cui la caratteristica principale è data dall'attribuzione di un potere giuridico ad un soggetto, da esercitare nell'interesse esclusivo di un altro («Charakteristisches Merkmal der fremdnützigen Treuhand ist die Situation, dass einer Person eine Rechtsmacht eingeräumt wird, diese aber gleichzeitig dadurch beschränkt wird, dass sie im fremden Interesse auszuüben ist»); M. MARKWARDT, *Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnisse*, cit. pp. 77 ss., il quale osserva, ma con riguardo alla titolarità fiduciaria di partecipazioni in società di persone, che la posizione del fiduciante verso la società possa variare a seconda degli accordi intercorsi tra le parti del rapporto fiduciario, in particolare riservando alcuni diritti connessi alla partecipazione al fiduciante, che possono dunque assottigliare la sopra cennata divergenza tra *Können e Dürfen*; G. BITTER, *Rechträgerschaft für fremde Rechnung*, Tübingen, 2006, p. 76 s.; S.J. GEIBEL, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, Tübingen, 2008, p. 48;

E nella dottrina italiana, v. tra gli altri E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Milano, 2012, p. 90; C. FRIGENI, *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, p. 180.

<sup>221</sup> Ed è infatti frequente, nella dottrina tedesca, il riferimento alla partecipazione come *Bündel* di diritti, doveri e prerogative gestorie: cfr., in luogo di altri, M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft*, cit., p. 100.

Peraltro, l'adozione della prospettiva sopra delineata ben si associa alle conclusioni tratte in chiusura del capitolo precedente, dedicato alla evoluzione normativa in materia di fondi comuni, dalla quale è emersa una chiara bipartizione disciplinare tra fondi armonizzati, soggetti a vari limiti quantitativi in relazione alle partecipazioni detenibili, e quindi destinati a presentarsi necessariamente, dal punto di vista della società partecipata, quali soci di minoranza, ferma restando la possibilità di assolvere alla loro naturale vocazione di centri di aggregazione dei soci risparmiatori, e fondi di investimento alternativi, i quali possono invece conseguire partecipazioni di controllo, e quindi presentarsi nelle vesti di soci di maggioranza. Tale duplice considerazione normativa giustifica la scelta costruttiva di attribuire rilievo preponderante ai profili di potere attinenti alla partecipazione del fondo-socio, consentendo altresì di proseguire la ricerca su un piano parallelo rispetto a quella già svolta in punto di disciplina normativa.

Ed in ossequio alle coordinate appena prospettate, appare preferibile avviare il discorso relativo alla posizione di potere dei fondi comuni nella gestione sociale dalle peculiarità che possono connotare la circolazione della partecipazione per conto altrui, e il relativo esercizio del diritto di voto, nelle modalità che connotano la gestione della partecipazione da parte di gestori di fondi comuni-soci minoritari, mentre l'impostazione adottata nel terzo capitolo è volta ad analizzare la speciale disciplina del controllo societario imputabile ad un fondo comune, procedendo lungo il secondo corno normativo in materia, rendendo così opportuno il superamento della prospettiva limitata all'esercizio del diritto di voto per conto di fondi con portafogli ampiamente diversificati.

Tale duplicità di piani, tra l'altro, consente anche di distinguere, dal punto di vista delle modalità di esercizio della attività di gestione collettiva del risparmio, come invero sottolineato da recente dottrina, tra un'attività di gestione che si esprime nei termini esclusivi di attività di investimento, in particolare nell'ipotesi di partecipazioni di minoranza detenute per conto di fondi aperti, dove il guadagno per i partecipanti al fondo, essenzialmente, è dato dallo scambio continuo delle stesse sul mercato dei capitali, e quindi come guadagno nello scambio <sup>222</sup>, ovvero come attività d'impresa,

---

<sup>222</sup> E sulla distinzione tra guadagno nello scambio e guadagno nell'impresa, v. G. FERRI *jr*, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 54 ss., peraltro in una più generale prospettiva di valorizzazione della partecipazione azionaria come forma giuridica tipica del fenomeno dell'investimento. E sul punto

eventualmente «con direzione e coordinamento delle partecipate»<sup>223</sup>, alla stregua delle *holding* di partecipazioni.

## 2. Sostituzione del gestore e circolazione della partecipazione

L'indagine sul problema della partecipazione detenuta per conto e nell'interesse altrui impone il confronto con uno specifico problema operativo, relativo alla possibilità di ravvisare, nell'ipotesi di sostituzione del gestore, dal punto di vista della società partecipata, una vicenda analoga al trasferimento della partecipazione<sup>224</sup>, con la conseguenza, in caso di risposta positiva, dell'operatività delle clausole limitative della circolazione delle azioni nei confronti della Sgr subentrante. Si allude, nello specifico, a eventuali clausole di prelazione o di gradimento e, nel caso di sostituzione di una Sgr che detenga partecipazioni di controllo, all'operatività delle clausole appunto destinate a operare nel caso di *change of control*, come le clausole *drag-along*, *bring-along* e *tag-along*<sup>225</sup>.

---

appare opportuno rinviare anche a G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, cit., p. 15, ove sottolinea come il potenziamento dei poteri informativi del socio e la previsione di regole di trasparenza caratteristiche del mercato finanziario, «sono il riflesso di una considerazione del socio piuttosto come investitore – più esattamente come soggetto portatore di un interesse essenzialmente patrimoniale, orientato alla migliore valorizzazione del capitale investito - che non come azionista nel senso classico della nozione (come soggetto, cioè, portatore di un interesse imprenditoriale)». V. anche B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 86 ss.

<sup>223</sup> Così L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 209, p. 220, il quale teorizza invero una siffatta distinzione di piani, sia pure sulla base del non condivisibile assunto secondo il quale, nel secondo caso, l'esercizio dell'attività d'impresa, attraverso il controllo della società partecipata, non sarebbe imputabile alla Sgr, bensì direttamente al fondo comune di investimento oggetto di gestione. Ma v. già, in senso analogo, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., 191, laddove sottolineava «la profonda modifica di natura economica, e poi anche necessariamente di disciplina giuridica, che gli «strumenti finanziari», e in particolare gli strumenti di investimento in attività produttive, subiscono quando passano dall'essere termini finali di un'operazione di investimento, ad essere oggetto, ma preferiscono dire «mezzo» di gestione»; cfr. altresì E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. ; M. CIAN, *I Fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, pp. 293 ss.; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva*, cit., p. 1151 s.

<sup>224</sup> È infatti pacifico che l'alienazione delle azioni o quote detenute per conto dei fondi comuni, eventualmente anche ad un altro fondo gestito dalla medesima Sgr, quindi senza che si configuri un mutamento del soggetto legittimato all'esercizio dei diritti sociali, configuri una cessione dell'azione a tutti gli effetti, con le relative conseguenze in punto di operatività delle regole legali e convenzionali dettate in caso di circolazione delle partecipazioni.

<sup>225</sup> Su queste ultime vedi L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 218 s., il quale peraltro, si interroga altresì sulla possibilità di ravvisare, in caso di cessione della partecipazione di controllo detenuta per conto dei fondi comuni, una cessazione dell'attività di direzione e coordinamento rilevante *ex art. 2497-*quater**, comma 1, lett. c), c.c., e quindi idonea a legittimare l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci della società controllata dalla Sgr per conto del fondo. Sul punto, il criterio dirimente per ritenere operante il suddetto diritto di recesso *ex lege* è comunque rappresentato dal mutamento, per effetto della cessazione della eterodirezione, delle condizioni di remunerazione, in conseguenza dell'alterazione

Resta fermo, beninteso, che l'ambito di applicazione delle eventuali clausole statutarie di gradimento o di prelazione dipenderà, nei singoli casi, anche dall'ampiezza della formulazione delle medesime, non essendo anzi escluso che esse possano espressamente contemplare la sostituzione di una Sgr quale vicenda idonea a integrarne una condizione di operatività, considerando che, soprattutto nelle società 'aperte', la contemporanea presenza anche di più Sgr all'interno della medesima compagine sociale deve ormai considerarsi come una circostanza del tutto fisiologica, non già eccezionale.

Trattasi di un problema tanto più interessante in quanto eminentemente pratico, come attesta anche una lunga controversia giudiziaria, relativamente recente, che ha avuto luogo davanti al Tribunale di Milano<sup>226</sup>, ove si è posto un ulteriore interessante quesito, relativo agli effetti della sostituzione, e del conseguente subingresso di un gestore di nuova nomina, rispetto ad un patto parasociale stipulato, con gli altri soci della società partecipata, tra cui anche un'altra Sgr, dalla precedente Sgr per conto del fondo gestito<sup>227</sup>. In tal caso, occorre domandarsi, in particolare, se dal punto di vista degli altri soci aderenti al patto la sostituzione equivalga ad una cessione della partecipazione, con la loro conseguente liberazione dai vincoli parasociali, nei confronti del cessionario, in caso di risposta affermativa<sup>228</sup>.

---

delle condizioni di rischio dell'investimento (e sull'essenzialità di tale elemento cfr. G. FERRI jr - G. GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497-quater, lett. c), c.c.*, in *Società*, 2014, pp. 43 ss.).

<sup>226</sup> Trib. Milano, 13 dicembre 2012, disponibile in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Milano, 10 giugno 2016, con nota di S. LUONNI-M. CAVANNA, *La natura del fondo comune di investimento alla prova della clausola di prelazione*, in *Giur. it.*, 2017, pp. 1636 ss.

<sup>227</sup> Nel caso di specie, anche se dalla motivazione della sentenza non è dato evincere l'esatto contenuto del patto parasociale in questione, quest'ultimo aveva ad oggetto la nomina degli amministratori in seno alla partecipata dalla Sgr poi sostituita. Dunque, al momento della sostituzione, un'altra Sgr aderente al patto di nomina, sul presupposto della asserita sostanziale equivalenza della sostituzione del gestore rispetto al trasferimento della partecipazione, ha affermato la propria liberazione dal patto, procedendo alla nomina dei nuovi amministratori senza tenere conto del patto medesimo.

<sup>228</sup> Tra l'altro, è d'uopo notare come, dal punto di vista della società partecipata dal fondo, la cessione del fondo stesso, che altro non significa che cessione della relativa posizione contrattuale, coincide di fatto con la sostituzione a qualunque titolo operata, ossia in virtù di delibera di revoca adottata dall'assemblea dei partecipanti al fondo ex art. 37, comma 3, Tuf, ovvero per effetto dell'assoggettamento della Sgr a liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'art. 57 Tuf, ovvero ad amministrazione straordinaria ai sensi dell'articolo precedente; casi in cui la sostituzione non è frutto di una libera scelta, ma conseguenza normativamente posta di procedure che si apre in caso di gravi irregolarità nella gestione. Anzi, tra le sentenze citate, Trib. Milano, 10 giugno 2016, cit., si riferiva proprio all'operatività della clausola di prelazione in caso di assoggettamento della Sgr alla procedura di amministrazione straordinaria ex art. 56, Tuf. Inoltre, sono parimenti neutrali, quali vicende circolatorie della partecipazione, le operazioni di fusione o scissione di cui sia parte la Sgr, in quanto «anche in questo caso, il fondo risulta del tutto estraneo, non facendo parte del patrimonio del gestore



Si tratta dunque di verificare, da un lato, se la sostituzione del gestore introduca o meno un elemento di discontinuità soggettiva nelle parti contraenti delle convenzioni statutarie e parasociali instaurate con i soci della società partecipata per conto dei fondi gestiti, con la necessità, dall'altro lato, anche in caso di risposta negativa, di valutare se, nonostante tale continuità, sia veramente equo imporre agli altri soci aderenti il subingresso di un nuovo contraente, diverso, in definitiva, da quello con cui essi avevano stipulato il patto medesimo. È osservazione fin troppo ovvia, infatti, che l'ordinamento tuteli in vario modo la posizione dei contraenti originari dall'eventuale subingresso di un nuovo contraente nel rapporto contrattuale. A mero titolo esemplificativo, basti pensare all'art. 1406 c.c., norma in tal senso paradigmatica, che per il perfezionamento della cessione del contratto richiede necessariamente il consenso del contraente ceduto, ovvero, con riguardo ai contratti di organizzazione, e nello specifico al contratto di società, alla disposizione di cui all'art. 2284 c.c., che nel caso di morte di un socio, presupponendo la volontà dei soci superstiti di liquidare la quota all'erede del socio defunto, esprime un chiaro *favor* legislativo verso la tutela del loro interesse a proseguire la società senza i nuovi eventuali soci, potenzialmente indesiderati, rispetto all'interesse di questi ultimi a voler subentrare nella società.

Tali interrogativi non trovano ovviamente risposta diretta a livello normativo, e la difficoltà di fornire una soluzione soddisfacente deriva proprio dalla circostanza,

---

[...] né i beni che compongono il fondo possono in alcun modo concorrere alla definizione del rapporto di cambio, né conseguentemente possono essere coinvolti nel meccanismo di aggregazione o disgregazione del patrimonio delle società coinvolte»: così L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 206. Sulla fusione o scissione di Sgr ovvero di fondi comuni, cfr. M. MAUGERI, *Operazioni di fusione e scissione tra società di gestione del risparmio. Procedura di fusione di Fondi comuni*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali. SGR, Fondi comuni e SICAV*, Roma, 2000, pp. 227 ss., e, sia pure su un profilo specifico, relativo alla possibilità di includere la fusione transfrontaliera di Sgr nel campo di applicazione della Direttiva 2005/56/Ce in tema di fusioni transfrontaliere, G. SCOGNAMIGLIO, *La fusione transfrontaliera di Sgr*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 203 ss.

Si ribadisce, per esigenze di chiarezza, che la cessione del fondo non consiste nella alienazione del patrimonio autonomo, i cui beni non possono essere oggetto di alienazione autonomamente dalla relativa posizione contrattuale, proprio in quanto essi non costituiscono oggetto di un diritto di proprietà, ma di un obbligo di gestione nell'interesse altrui. Del resto, il valore netto di liquidazione dei beni compresi nel fondo non può che spettare, conseguentemente, ai sottoscrittori delle quote del medesimo. Pertanto, con la cessione si allude alla cessione del contratto di gestione collettiva, dal quale la Sgr cedente potrebbe anche legittimamente trarre un plusvalore, ove il prezzo pagato dal cedente sarebbe ovviamente giustificato dalla percezione delle commissioni prospetticamente ancora dovute in relazione alla durata residua del fondo, senza considerare che tale durata può ovviamente modificarsi, con relativa modifica del regolamento del fondo. In questo senso, v. ancora L. ARDIZZONE, *op. loc. cit.*, e già R. COSTI, *Fondi comuni*, cit., p. 118, pur in un sistema normativo che concepiva come unica occasione di sostituzione del gestore la sua decadenza.

più volte sottolineata, per la quale la legislazione attuale, interna ed europea, prescinde completamente dai profili strutturali relativi alla titolarità dei beni compresi nel fondo. Alcune indicazioni, già di carattere letterale, possono trarsi dalla nuova formulazione dell'art. 36, comma 4, Tuf, il quale sembra concepire il fondo non più come esclusivo complesso di elementi attivi, ma come massa patrimoniale autonoma alla quale sono imputabili anche elementi passivi<sup>229</sup>. Peraltro, la ricostruzione del fondo comune in termini di patrimonio autonomo, gestito nell'interesse altrui, richiede un discorso più articolato rispetto alla tesi che vi rinviene un soggetto di diritto. Infatti, nel primo caso, occorre domandarsi se la sostituzione dell'unico soggetto abilitato ad esercitare i diritti connessi alle partecipazioni detenute per conto dei fondi, quindi in definitiva di chi si presenta in assemblea come socio, sia in sé sufficiente a ravvisarvi un'ipotesi di mutamento soggettivo nel rapporto societario.

Aderendo alla seconda impostazione, apparentemente, la soluzione sembrerebbe più agevole, in quanto l'adesione alla tesi della soggettività del fondo, ovvero il ricorso allo schema negoziale del *trust*<sup>230</sup>, sia pure al prezzo di un'eccessiva semplificazione concettuale, consentirebbero di distinguere tra una proprietà "sostanziale" e una proprietà "formale" dei beni compresi nel fondo, quindi delle partecipazioni: laddove la prima sarebbe imputabile al fondo, e la seconda ai gestori<sup>231</sup>. Dunque, la soluzione al quesito si fonderebbe sul presupposto della continuità del

---

<sup>229</sup> In tal senso v. G. FERRI *jr*, *Soggettività giuridica*, cit., p. 1 s., il quale significativamente suddivide la legislazione in materia di fondi comuni in due diversi periodi, rispettivamente segnati dalla considerazione del fondo comune in termini di «un *complesso di beni*, cioè di *elementi attivi*», e ciò nel sistema legislativo instaurato dalla l. 77/1983; mentre nel secondo periodo, inaugurato dalle riforme operate con il d.l. n. 78/2010, convertito in l. 122/2010, e proseguito con il d. lgs. n. 44/2014, in cui viceversa il fondo comune «assume invece la configurazione, che tuttora presenta, di vera e propria *massa patrimoniale autonoma*, alla quale cioè riferire *elementi non soltanto attivi*, ma *anche passivi*». Infatti, nel primo sistema il fondo rilevava unicamente come oggetto di un potere di gestione, laddove tale rilevanza meramente oggettiva «impediva, *logicamente*, di individuare una categoria di creditori "propri" del fondo», risolvendosi l'attività di gestione in una attività di compravendita di titoli, impedendo così il sorgere di debiti. Viceversa, nel sistema attuale, «si è assistito ad un sensibile arricchimento e ad una profonda diversificazione tipologica delle forme di gestione, che ha reso indispensabile l'assunzione, da parte della società, di obbligazioni per conto del fondo, se non addirittura il ricorso alla leva finanziaria».

<sup>230</sup> Tale è la soluzione prospettata da S. LUONNI – M. CAVANNA, *La natura dei fondi comuni*, cit., p. 1639 s., i quali optano appunto per l'adesione allo schema del trust, grazie al quale sarebbe possibile, secondo gli Autori, recuperare lo schema classico del diritto soggettivo, e inoltre «muovere dal postulato, di ascendenza anglosassone, della scissione su piani diversi delle prerogative dominicali e gestorie, come avviene nel *trust*, distinguendo tra il titolare del bene, cioè il fondo/trust, il soggetto gestore, la SGR/trustee, e infine i sottoscrittori di quote del fondo comune/beneficiari del trust».

<sup>231</sup> V. in tal senso Trib. Milano, 13 dicembre 2012, cit.; P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni*, cit., p. 234, il quale sostiene la tesi dell'inoperatività delle clausole che dispiegano i loro effetti in caso

soggetto titolare della proprietà “sostanziale”, ossia il fondo, il quale, ovviamente, in caso di mera sostituzione del gestore rimane invariato, rilevando pertanto, allo scopo dell’operatività delle clausole in esame, soltanto la cessione della partecipazione stessa ad un altro soggetto.

Tuttavia, proprio l’arbitrarietà dei concetti di proprietà formale e sostanziale, in quanto meramente descrittivi e privi di reale contenuto normativo, potrebbe agevolmente prestarsi ad un’argomentazione a sostegno della tesi contrapposta, in ordine alla valutazione del rilievo della sostituzione del gestore quale fattispecie idonea a introdurre una soluzione di continuità nella titolarità della partecipazione. I consoci beneficiari della clausola di prelazione o di gradimento potrebbero infatti facilmente opporre l’esclusivo rilievo del cambio della proprietà ‘formale’ quale presupposto per l’operatività delle clausole in questione, imputabile alla Sgr, in quanto cioè il fondo, titolare della proprietà invece in senso ‘sostanziale’, sarebbe soggetto giuridico del tutto estraneo al rapporto sociale.

In realtà, il contenuto di ciò che la tesi soggettivistica criticata denomina proprietà in senso sostanziale, peraltro in coerenza con una tesi interpretativa riproposta in una recente pronuncia giurisprudenziale <sup>232</sup>, altro non è che l’interesse sotteso alla gestione dei valori di pertinenza del fondo. Così, in applicazione delle conclusioni raggiunte in ordine alla qualificazione giuridica dei fondi comuni e dei corrispondenti valori oggetto di gestione, può dirsi che ciò che impedisce di ravvisare nella sostituzione del gestore una vicenda idonea a introdurre un elemento di discontinuità nella titolarità della partecipazione azionaria è appunto la continuità dell’interesse gestito <sup>233</sup>.

A favore di tale conclusione militano, peraltro, anche argomenti di carattere letterale, come già anticipato, in quanto diverse disposizioni normative di vario rango, in caso di sostituzione del gestore, sono comunque volte ad assicurare la continuità nel

---

di trasferimento della partecipazione proprio sul presupposto della soggettività giuridica del fondo, e quindi sul presupposto della continuità *soggettiva* del socio interessato dalla vicenda sostitutiva.

<sup>232</sup> Cass. n. 16605 del 2010, sia pure nella prospettiva non della soggettività giuridica del fondo, bensì sul presupposto della sua qualificazione nei termini di patrimonio separato della società di gestione.

<sup>233</sup> E v., in senso analogo, L. ARDIZZONE, *L’esercizio*, cit., p. 203, il quale osserva, in particolare nell’ipotesi di revoca del gestore, in virtù della relativa delibera adottata dall’assemblea dei partecipanti al fondo, che «*il centro d’interessi di riferimento, anche ai fini del rapporto con le società partecipate, è sintetizzato nel patrimonio autonomo, che non viene in alcun modo scalfito da questa vicenda*» (enfasi aggiunta).

rapporto gestorio. Si allude, in primo luogo, all'art. 36, comma 1, Tuf, dal quale traspare «la continuità, anche giuridica, del rapporto»<sup>234</sup>, e, in secondo luogo, al *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, ove è previsto che il regolamento del fondo debba non solo definire espressamente le ipotesi di sostituzione del gestore, ma anche le conseguenti procedure da adottare allo scopo di impedire che la sostituzione medesima determini soluzioni di continuità nella gestione, tanto che la sua efficacia è finanche differita alla nomina della Sgr subentrante<sup>235</sup>. In altri termini, l'ordinamento positivo impone un regime legale di *prorogatio* del gestore sostituito nelle sue funzioni, tra il momento dell'atto interruttivo del rapporto e quello della avvenuta sostituzione.

Inoltre, e soprattutto, un'indicazione decisiva, nel senso della inoperatività delle clausole statutarie in questione, può rinvenirsi nello stesso art. 36, comma 4, Tuf, il quale, nel dettare lo specifico regime di responsabilità patrimoniale dei fondi comuni, stabilisce che *delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*. Invero, appare fondato ritenere che tale disposizione alluda alla circostanza per la quale la Sgr, nel momento in cui acquista beni o valori per conto del fondo, ne spende altresì il nome, come invero si evince dalla stessa prassi societaria, dalla quale risulta che nel libro soci venga sì annotata la Sgr, ma con l'indicazione, decisiva, del nesso pertinenziale a favore del fondo nel cui interesse sia gestita la partecipazione<sup>236</sup>. Ne consegue che la sostituzione del gestore, dal lato 'interno', vale a dire, relativo al rapporto gestorio, altro non è che una normale modifica contrattuale del regolamento del fondo, attinente alla denominazione del soggetto gestore, comportando, dal lato 'esterno', cioè dall'angolo visuale della società partecipata, la speculare esigenza di modificare l'annotazione nel

---

<sup>234</sup> Così V. OCCORSIO, *L'incapienza*, cit., p. 627: infatti la norma recita *il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o dalla società di gestione subentrata nella gestione, in conformità alla legge e al regolamento*.

<sup>235</sup> E v. il testo della norma, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Titolo V, Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 4.1.1., il quale stabilisce che *il regolamento definisce le ipotesi di sostituzione del gestore e le procedure da seguire, in modo da evitare soluzioni di continuità nello svolgimento dei compiti agli stessi attribuiti. A tale fine, il testo regolamentare prevede che l'efficacia della sostituzione sia sospesa sino a che un'altra Sgr non sia subentrata nello svolgimento delle funzioni svolte dalla società sostituita*.

<sup>236</sup> In senso analogo, v. S. LUONNI-M. CAVANNA, *La natura dei fondi comuni*, cit., p. 1640, i quali, sia pure nella prospettiva di uno schema gestorio riconducibile al *trust*, osservano che «verosimilmente l'espressione "obbligazioni contratte per conto del fondo" altresì allude alla spendita del nome, appunto, del fondo».

libro dei soci, ma soltanto con riferimento al gestore titolare delle prerogative connesse alla gestione della partecipazione, ossia la Sgr, e non anche del 'socio' nell'interesse del quale tale gestione sia condotta, ossia il fondo.

Occorre poi domandarsi se la risposta possa variare a seconda delle clausole di gradimento ovvero di prelazione, rispetto alle quali l'interesse dei soci non sembrerebbe essere il medesimo, nel senso che, nel primo caso, essi hanno un mero interesse di segno negativo a impedire che un nuovo socio entri a far parte della compagine sociale, mentre nel secondo sono altresì titolari di un interesse positivo ad acquisire le azioni del socio uscente <sup>237</sup>. In realtà, la risposta al problema in questione

---

<sup>237</sup> In questo senso, cfr. G. FERRI jr, *Prelazione statutaria e potere di riscatto*, in *Giur. comm.*, 2015, II, pp. 302 ss., il quale osserva che la clausola di prelazione, rispetto a quella di gradimento, «appare volta non già a realizzare l'interesse, per dir così *negativo*, degli altri soci a precludere l'ingresso nella società al terzo acquirente, quanto piuttosto a consentire a costoro, in *positivo*, di rendersi acquirenti della partecipazione che un altro socio intende trasferire»; in senso analogo, M. MAUGERI, *Intestazione fiduciaria*, cit., p. 72 s., il quale si occupa dello stesso problema trattato nel testo, ma nella prospettiva della sostituzione nella intestazione fiduciaria di azioni, ritenendo di fornire una soluzione diversa rispetto alle due clausole considerate, in quanto la clausola di gradimento «volgendosi a impedire l'acquisto da parte di soggetti non graditi di una posizione di potere nella società – dovrebbe applicarsi ad ogni ipotesi di intestazione fiduciaria, indipendentemente dalle modalità di instaurazione del rapporto [...]». Tuttavia la diversità della situazione in cui si trovano fiduciario e gestore collettivo emerge dalla diversa posizione di potere rispettivamente del fiduciante e del fondo, in quanto rispetto a quest'ultimo è fisiologica e strutturale l'assenza di qualsivoglia potere dei partecipanti di incidere sulle scelte di gestione. Invero, lo stesso A. osserva, con riguardo alla clausola di gradimento, come «salvo il caso di un fiduciante privo di ogni prerogativa direttiva nei confronti dell'intestatario delle azioni o della quota, la vicenda dell'affidamento fiduciario determina in sé tipicamente una modificazione della situazione di potere interna alla partecipazione e quindi l'eventualità che un terzo sgradito eserciti una influenza sull'impresa», concludendo che «il patto statutario di gradimento dovrà applicarsi anche all'ipotesi di sostituzione del fiduciario, ossia di sostituzione del fiduciante, a meno che quest'ultimo abbia acconsentito a privarsi del potere di impartire istruzioni vincolanti al fiduciario in ordine all'esercizio dei diritti sociali». Ciò rafforza la fondatezza della conclusione per la quale, nel caso in cui il titolare dell'interesse sotteso alla partecipazione abbia interamente delegato ad un terzo la gestione della stessa, l'interesse negativo sotteso alla clausola di gradimento non può dirsi frustrato dalla sostituzione del soggetto solo funzionalmente titolare dei diritti sociali connessi alla partecipazione stessa. Viceversa, nel caso dell'intestazione fiduciaria, continua l'A., «in presenza di una clausola di prelazione, invece, pare preferibile optare nel senso di una «esenzione» delle vicende del rapporto fiduciario, e allora vuoi della primitiva intestazione al fiduciario, vuoi della successiva reintestazione al fiduciante vuoi, ancora, della circolazione tra successivi fiduciari nella costanza della figura del fiduciante» (con riguardo alla sostituzione del fiduciario titolare di partecipazioni in società di persone, cfr. però M. MARKWARDT, *Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnisse*, cit., p. 113, il quale ritiene che tale vicenda configuri un doppio trasferimento contrattuale [*doppelte Vertragsübernahme*]). Peraltro, tra l'intestazione di partecipazioni in virtù di un rapporto fiduciario e la intestazione alla Sgr con vincolo pertinenziale a favore del fondo gestito sussiste comunque una fondamentale differenza, in quanto mentre in quest'ultimo caso l'intestatario può liberamente cedere la propria posizione contrattuale, ferma restando la necessaria autorizzazione della Banca d'Italia, nel primo caso il rapporto, essendo appunto fiduciario, riposa su un personale affidamento del fiduciante sul fiduciario, di modo che il secondo non può liberamente cedere il relativo contratto. In questo senso, cfr. altresì H. COING, *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäft*, München, 1973, p. 199, il quale sottolinea come nel diritto tedesco tale conclusione trovi anche un forte argomento letterale nel disposto di cui al § 664 BGB, che sancisce l'intrasferibilità delle obbligazioni contenute nel contratto di mandato gratuito (*Auftrag*) qualora questo nulla preveda al riguardo: ne consegue che il

rispetto alla clausola statutaria di prelazione appare assorbente con riguardo a quella di gradimento, in quanto la prima, a ben vedere, sia che se ne riconosca una valenza reale, ritenendo sempre operante, a favore degli altri soci, un meccanismo di appropriazione diretta della partecipazione del socio uscente, e nello specifico un potere di riscatto, sia che se ne riconosca una valenza puramente obbligatoria, cioè limitata alla inopponibilità della vendita delle azioni cedute rispetto ai soci prelazionari, assicura comunque la realizzazione dell'interesse di segno negativo sotteso alla clausola di gradimento <sup>238</sup>.

In quest'ottica, può infatti osservarsi come la clausola di prelazione può risultare idonea a realizzare anche l'interesse negativo tipicamente sotteso alla clausola di gradimento, essendo però, rispetto a quest'ultima, arricchita nel suo contenuto dalla predisposizione di un meccanismo volto a realizzare l'ulteriore interesse di segno positivo dei singoli soci ad acquisire le partecipazioni azionarie del socio uscente, in cui il gradimento stesso è implicitamente espresso nel momento in cui i soci, individualmente, e di norma ciascuno in proporzione alla partecipazione detenuta <sup>239</sup>, manifestano la propria volontà di avvalersi o meno della prelazione.

In altre parole, mentre nella clausola di gradimento l'eventuale manifestazione di dissenso è espressa collettivamente dall'organo sociale designato, e vale a escludere

---

trasferimento del rapporto fiduciario implicherebbe necessariamente la risoluzione del previo contratto e la contestuale stipula di uno nuovo avente il medesimo oggetto («soll an die Stelle eines Treuhänders ein anderer treten, so wird regelmäßig der Treugeber mit diesem einen neuen Treuhandvertrag abschließen und den früheren kündigen»).

<sup>238</sup> Forse una indicazione a sostegno di quanto affermato nel testo può trovarsi in C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato Colombo Portale 2\**, p. 195, p. 198, testo e nt. 29: «per il primo aspetto [quello relativo all'efficacia reale] non pare esservi motivo per discostarsi rispetto a quanto osservato in tema di clausola di gradimento: sotto tale profilo, del resto, la clausola di prelazione condivide con essa le ragioni della peculiare efficacia di cui stiamo discorrendo».

Si veda inoltre, in una prospettiva differente, G. FERRI jr, *Prelazione statutaria*, cit., p. 302 s., ove l'A. si interroga, in particolare, sulla valenza obbligatoria ovvero reale delle clausole di prelazione, osservando, rispetto alle clausole di prelazione, che «il mancato ingresso nella compagine sociale del terzo non rappresenta altro che la conseguenza, inevitabile, della realizzazione di questo secondo interesse [quello positivo all'acquisizione delle partecipazioni], e non anche un interesse in quanto tale autonomamente rilevante ai fini della ricostruzione della funzione della clausola in esame». Pertanto, affinché la prelazione realizzi l'interesse positivo e "acquisitivo" dei soci, secondo l'A. è necessario che essa abbia una valenza organizzativa reale, che riconosca cioè ai soci un potere di riscatto in caso di violazione della prelazione statutaria da parte del socio alienante: infatti, solo «in presenza di un meccanismo idoneo a realizzare (anche) l'interesse positivo che caratterizza quest'ultima appare possibile discorrere di clausola di prelazione».

<sup>239</sup> Appare infatti possibile la legittimità di una clausola di prelazione che preveda l'attribuzione non proporzionale dello stesso diritto sulle azioni dei soci uscenti. Basti pensare, a titolo di esempio, all'ipotesi di un'impresa a conduzione familiare, in cui, allo scopo di favorire il ricambio generazionale nella composizione sociale, lo statuto attribuisca un diritto di prelazione più ampio ai soci più giovani.

*in toto* l'ingresso di un nuovo socio, in quelle di prelazione ciascun socio può individualmente negare tale gradimento in virtù dell'esercizio del diritto di prelazione statutario, non potendo escludere integralmente l'ingresso di un nuovo socio, ma riducendo proporzionalmente la quantità di azioni che egli potrà acquistare, semmai esercitando un potere di riscatto statutariamente previsto in caso di violazione della clausola <sup>240</sup>: fermo restando che, il più delle volte, il terzo acquirente ha un interesse concreto ad acquistare l'intera quota di un socio socio cedente.

Ad ogni modo, come si è detto, il criterio dirimente per risolvere la questione segnalata in apertura di paragrafo deve essere individuato nella valutazione sulla continuità dell'interesse sostanziale sotteso alla partecipazione gestita, al fine di ritenere o meno la sostituzione del gestore quale evento equivalente alla cessione della partecipazione, con le relative conseguenze. Del resto, gli altri soci aderenti al patto limitativo della circolazione delle azioni non sono tanto interessati all'identità della persona del consocio in quanto tale, quanto a costui in quanto partecipante attivo alla gestione della società, e dunque in quanto protagonista di decisioni e di comportamenti: il che attesta il fondamento delle considerazioni che si svolgeranno a breve nella valutazione delle modifiche nella modalità della gestione, attuate in occasione della sostituzione del gestore, quale fattispecie rilevante ai fini dell'operatività delle clausole in esame.

---

<sup>240</sup> E v. ancora G. FERRI jr, *Prelazione statutaria*, cit., p. 305, il quale rileva come dalla disposizione di cui all'art. 2437-sexies, c.c., sia possibile trarre la conclusione per la quale è ben possibile che la clausola attribuisca un potere di riscatto ai soci e quindi una efficacia reale alla relativa pattuizione, che cioè attribuisca un potere acquisitivo diretto ai soci prelazionari. Ma v. C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., p. 201, nt. 40, il quale, distinguendo il piano organizzativo (reale) con quello interpersonale (obbligatorio e parasociale) dei soci, reputa essenziale la *denuntiatio*, mentre «inessenziale è invece che assuma anche il significato di strumento per consentirne autonomamente l'acquisto da parte degli altri soci». L'Autore da ultimo citato riporta che era maggioritaria la tesi per cui deve prevedersi necessariamente un diritto di riscatto, quindi idonea a fondare l'opponibilità della clausola al terzo acquirente, e un eventuale diritto al risarcimento del danno nei confronti del socio che abbia negligenzemente ceduto le azioni senza offrirle in prelazione agli altri soci: anche se in tal modo la risoluzione del problema si risolve esclusivamente nella alternativa tra valore "sociale" ovvero "parasociale" della clausola: e v. ancora C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., spec. pp. 178 ss. pp. 190 ss., il quale peraltro distingue il diritto sull'azione (inteso come titolarità) dai diritti dall'azione (intesi come legittimazione a esercitarli): «la clausola di gradimento in realtà non vuole impedire la circolazione del diritto sull'azione; ad essa però, perché ne possa derivare l'acquisto dei diritti dall'azione stessa, dei diritti sociali cioè, impone un ulteriore requisito, quello del placet [...] riterrei in definitiva che alla clausola di prelazione debba riconoscersi il duplice significato di *regola statutaria* e di *patto parasociale*: il primo, per cui si manifesta la sua pertinenza all'organizzazione societaria e che allora è dotato di efficacia reale; il secondo, che attiene agli interessi individuali dei soci e che pertanto può assumere un rilievo soltanto obbligatorio».

Innanzitutto, è opportuno precisare che la nomina del nuovo gestore, in sé considerata, è una mera modificazione contrattuale del regolamento del fondo, del tutto neutra per la società partecipata, in quanto è il tipo di fondo comune a caratterizzare l'attività del gestore e la relativa riserva di autorizzazione, e non viceversa, sicché normalmente la sostituzione non dovrebbe implicare una modifica delle condizioni di investimento, e quindi delle modalità di perseguimento del suddetto interesse, alle quali il gestore si deve conformare, e che ne influenzano la condotta nei confronti della società partecipata e dei suoi soci. Con la revoca del gerente, ovvero con l'apertura della procedura di amministrazione straordinaria, e anche con la cessione contrattuale, il gestore perde il titolo per l'esercizio dei diritti per conto altrui, con efficacia differita al momento della nomina effettiva del nuovo gestore, il quale però non subentra per effetto di un negozio traslativo in senso civilistico, non comportando la revoca alcuna interruzione nella continuità della gestione, in quanto il rapporto tra la Sgr e la società partecipata ha una valenza puramente strumentale al perseguimento dell'interesse dei partecipanti al fondo <sup>241</sup>.

Nondimeno, in coerenza con le considerazioni appena svolte, sarebbe ragionevole, in una prospettiva *de iure condendo*, considerare la sostituzione del gestore come una vicenda circolatoria rilevante dal punto di vista sostanziale, e quindi giustificare l'applicazione delle suddette clausole, in alcune specifiche ipotesi di modifica del regolamento del fondo, idonee a mutare le modalità di perseguimento dell'interesse sotteso alla gestione, e che influenzino necessariamente l'operato del gestore in ottica endosocietaria. Infatti, poiché è dalle disposizioni contrattuali, contenute nel regolamento del fondo, che si evince la strategia alla quale il gestore si dovrà adeguare in seno alla società partecipata, solo se in occasione della sostituzione avverrà una simile modifica contrattuale potrà parlarsi di un conseguente mutamento dell'interesse sostanziale sotteso alla gestione, o meglio delle modalità di perseguimento di tale interesse, almeno laddove tale modifica sia di rilevanza tale da far presumere un cambio di rotta nella gestione della partecipazione. Di certo non è agevole prevedere in anticipo quale potrà essere la condotta assunta in futuro dal

---

<sup>241</sup> In questo senso, v. già P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., p. 756, il quale esclude recisamente che la sostituzione del gestore comporti «"trasferimento" nel senso civilistico (e fiscale) dei beni»; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 1155, il quale anche sottolinea la «irrelevanza della sostituzione del gestore rispetto alle fattispecie che comportano circostanze interruttrive nella detenzione della partecipazione».



gestore all'interno della società partecipata, anche se un ausilio in tal senso è senz'altro fornito dal fatto che, nei regolamenti dei fondi, la determinazione delle relative modalità di investimento è individuata assai più precisamente rispetto all'oggetto sociale determinato negli statuti di società<sup>242</sup>.

Peraltro, un elemento formale a sostegno della proposta interpretativa delineata potrebbe trarsi dalla disposizione regolamentare che prevede che alcune modifiche del regolamento di fondi aperti, tra le quali rientra proprio la sostituzione del gestore, debbano avere un'efficacia necessariamente differita, pari a quaranta giorni successivi alla pubblicazione della modifica, per consentire agli investitori di valutare il possibile disinvestimento delle quote sottoscritte<sup>243</sup>. Tale facoltà è riconosciuta ai partecipanti al fondo, innanzitutto, in coerenza con il fatto che le modifiche del regolamento, normalmente, avvengono per decisione unilaterale della Sgr, salva diversa previsione regolamentare, sia pure con l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, con l'esclusione, almeno per i fondi chiusi diversi dai Fia riservati, proprio della sostituzione, che è l'unica modifica regolamentare che rientra anche nella competenza dell'assemblea dei partecipanti *ex art. 37, comma 3, Tuf*, ferma restando la possibilità per la Sgr di cedere la propria posizione contrattuale ad altro gestore. Ne consegue che l'unico strumento di dissenso riconosciuto ai sottoscrittori rispetto all'ipotesi di sostituzione del gestore in virtù di cessione è appunto l'esercizio del diritto di rimborso al valore della quota sottoscritta<sup>244</sup>.

---

<sup>242</sup> Lo afferma L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 198.

<sup>243</sup> Un discorso diverso vale invece per i fondi chiusi, i quali si connotano rispetto a quelli aperti proprio in ragione della mancata possibilità per i sottoscrittori di chiedere il rimborso a scadenza predeterminate: in questo senso, cfr. V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, spec. p. 320 ss.

Infatti, il *Regolamento* della Banca d'Italia già citato, stabilisce al Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 4.4, che: *il regolamento prevede che il contenuto di ogni modifica regolamentare è pubblicato utilizzando almeno le medesime fonti previste nel regolamento per la diffusione del valore della quota. L'efficacia delle modifiche che prevedono la sostituzione della SGR ovvero che riguardano le caratteristiche del fondo o incidono negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti è sospesa per almeno 40 giorni successivi alla pubblicazione della modifica stessa. In tali casi le modifiche, oltre che pubblicate, sono contestualmente rese note ai partecipanti, ai quali è consentito di chiedere il rimborso delle quote senza applicazione delle commissioni di rimborso eventualmente previste dal regolamento.*

<sup>244</sup> E v. la norma del *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* citata alla nota precedente, e le disposizioni sulle modifiche regolamentari di cui al Titolo V, Capitolo II, Sezione III, di cui al medesimo testo regolamentare. In mancanza di specificazioni, tale diritto di rimborso deve ritenersi sussistente anche nell'ipotesi di sostituzione del gestore occasionata dall'assoggettamento dello stesso a liquidazione coatta amministrativa: infatti il disposto dell'art. 57, comma 3-bis, Tuf, si limita a stabilire che il commissario liquidatore della Sgr può disporre, oltre alla liquidazione dei fondi

Inoltre, tale diritto al rimborso poggia, evidentemente, sul presupposto di una particolare modifica delle condizioni di rischio dell'investimento, sembrando pertanto contraddittorio, in presenza di simili modifiche, dover senz'altro ritenere non operative le clausole statutarie delle società partecipate dal fondo, volte a consolidare l'assetto organizzativo sociale e a preservarlo dall'ingresso del nuovo gestore che, per effetto della modifica regolamentare, potrebbe concretamente assumere un contegno nella gestione sociale diversa da quella del suo predecessore<sup>245</sup>. Ciò appare particolarmente evidente rispetto una specifica ipotesi di modifica, a quanto pare frequente, e presumibilmente a maggior ragione proprio in occasione della sostituzione del gestore, vale dire la modifica della *durata* del fondo, che altro non è che la modifica della durata del relativo contratto di gestione<sup>246</sup>.

Invero, qualora la sostituzione della Sgr sia accompagnata da una modifica del regolamento, relativa appunto alla durata del fondo, non può certo presumersi aprioristicamente che ciò debba lasciare indifferenti gli altri soci della società partecipata. Anzi, appare scontato osservare che, nel momento in cui essi costituiscono una società con la Sgr per conto di un fondo, ovvero ammettono la stessa in società, ovvero stipulano con essa un patto parasociale, uno dei fondamentali elementi oggetto di valutazione non può che essere, appunto, la durata del fondo stesso, in quanto da essa gli altri soci potranno in prima analisi desumere, evidentemente, per quanto tempo il fondo parteciperà alla società.

La modifica della durata è dunque una vicenda che, da un lato, introduce una variazione delle condizioni iniziali dell'investimento effettuato dai sottoscrittori delle quote del fondo, tanto che le disposizioni regolamentari riconoscono loro, in tale ipotesi, uno specifico diritto di rimborso della quota, il cui esercizio risulta finanche agevolato dalla liberazione dall'onere di versamento delle commissioni di rimborso

---

gestiti, anche la loro cessione, senza specificare le prerogative in tal caso riconosciute ai partecipanti al fondo.

<sup>245</sup> Nella direzione assunta nel testo sembra muovere anche L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 199, laddove osserva, pur in una prospettiva di integrale esenzione dagli effetti delle clausole statutarie in questione, che in ogni caso, «la valutazione non dovrebbe comunque riguardare il gestore, bensì la politica di investimento del singolo fondo, da intendersi quale insieme dei connotati rilevanti “del fondo”, ossia dell'attività ad esso imputabile».

<sup>246</sup> Cfr. V. MARZOVILLO, *Gli investitori*, cit., p. 321, la quale osserva infatti come «le modifiche hanno riguardato in alcuni casi la politica di gestione del fondo, il regime delle spese, la durata, la *governance* del fondo, tutti aspetti rilevanti nel patto sottoscritto originariamente tra i partecipanti e il gestore. Tra i casi più significativi, si richiamano le modifiche alla durata dei fondi chiusi».

eventualmente pattuite. Dall'altro lato, essa è idonea a estendersi anche al rapporto societario, collocato su un piano esterno e tendenzialmente neutrale rispetto a quello gestorio, intrattenuto con i consoci delle società partecipate per conto del fondo, i quali, specie se la modifica della durata sia operata in occasione della sostituzione del gestore, assistono sì ad una continuità nella titolarità dell'interesse gestito, ma per un tempo più lungo rispetto a quello preventivato.

Peraltro, modifiche ulteriori rispetto a quelle attinenti alla durata, e in particolare riguardanti le politiche di investimento, potrebbero essere presumibilmente adottate con maggiore frequenza riguardo ai fondi di investimento alternativi aperti. Infatti, si è visto che la riserva di attività dei gestori di tali fondi è, per così dire, residuale, potendo gli stessi assumere la gestione di una gran varietà di fondi, i quali a loro volta sono accomunati esclusivamente dal fatto di essere soggetti all'amministrazione di un unico gestore, sottoposto ad un unitario regime di autorizzazione. Pertanto, non è escluso che, in occasione della sostituzione del gestore, venga realizzata una modifica del regolamento che modifichi il tipo stesso di fondo, magari per effetto di una fusione con altri fondi o di una scissione, non esigendo un simile cambio anche il rilascio di una nuova autorizzazione nei confronti del gestore. Anche tali modifiche, ed anzi a maggior ragione, dovrebbero essere considerate rilevanti ai fini della applicazione delle clausole statutarie in questione.

Per quanto attiene agli effetti della sostituzione del gestore rispetto ai patti parasociali da questo stipulati con gli altri soci della partecipata, appare fondato adottare la medesima conclusione, in quanto, a ben vedere, rispetto ad essi l'interesse degli altri soci pattisti consiste ugualmente in quello di segno negativo a non veder subentrare nel patto un soggetto diverso da quello che lo abbia inizialmente concluso. Infatti, pur trattandosi di un interesse, evidentemente, parasociale, e quindi collocato su un piano diverso, ma parallelo, rispetto a quello societario<sup>247</sup>, in virtù del principio di separatezza tra contratto sociale e accordo parasociale<sup>248</sup>, nulla osta alla replica

---

<sup>247</sup> Cfr., *ex multis*, G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, p. 85 s., p. 137, il quale ritiene tuttavia che il patto parasociale, almeno nelle società di capitali, possa estendere i suoi effetti al piano sociale nell'ipotesi in cui il primo fosse sottoscritto da tutti i soci; G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, pp. 21 ss.; G.B. PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1 ss. sulla alterità del concetto di efficacia corporativa rispetto a quello della efficacia reale, ossia della opponibilità ai terzi di un determinato accordo negoziale.

<sup>248</sup> V. ancora G.B. PORTALE, *Patti parasociali*, cit., p. 5, il quale sottolinea l'opportunità di non estremizzare il c.d. *Trennungsprinzip*, ossia del principio di separatezza tra contratto di società e accordo

delle medesime considerazioni svolte poc'anzi, in quanto anche in questo caso l'interesse negativo sopra menzionato non può dirsi minacciato dal subingresso di un socio che è tale solo funzionalmente, per conto di una platea di investitori che non ha alcun potere di influenzarne l'operato.

Anche in questo caso resta ferma, peraltro, la possibilità che lo stesso accordo parasociale disponga sulla sua efficacia rispetto ai soci futuri, laddove non c'è motivo di escludere la validità di una disposizione parasociale che, rispetto ad una partecipazione detenuta per conto di un fondo, tratti la sostituzione della Sgr alla stregua di un evento idoneo a integrare un'ipotesi di circolazione della partecipazione stessa, con le relative conseguenze. Pertanto, escludendo l'eventualità appena considerata, rispetto agli altri soci pattisti l'unica vicenda, occasionata dalla sostituzione, idonea a giustificare la caducazione del vincolo parasociale, è rappresentata da una modifica tale del regolamento del fondo da consentire al gestore subentrato uno scostamento notevole, secondo i parametri individuati nelle pagine precedenti, dal pregresso contegno in società tenuto dal precedente gestore. In assenza di una simile modifica, le modalità di perseguimento dell'interesse sotteso alla partecipazione saranno le stesse, e la sostituzione del gestore in sé non potrà che essere considerata come una vicenda del tutto ininfluyente per la protezione dell'interesse negativo dei soci pattisti.

### *3. L'esercizio del diritto di voto per conto del fondo*

Passando al versante propriamente organizzativo della partecipazione per conto altrui, è osservazione frequente ed esatta che l'interesse dei sottoscrittori delle quote del fondo non si appunta sulla valorizzazione della singola partecipazione detenuta per conto loro da parte della Sgr, bensì sull'intero fascio di partecipazioni di cui il fondo si compone, sicché nell'assemblea delle società partecipate il gestore perseguirà esclusivamente tale interesse, con la variabilità nelle decisioni di voto che

---

parasociale, dimostrando, con numerose evidenze comparatistiche, come l'accoglimento di tale principio sia una scelta normativa operata dai singoli legislatori, laddove anche sul piano della stretta interpretazione giuridica «dare assolutezza a detto principio implicherebbe dare credito (come ancora oggi qualche volta accade sia all'estero che nel nostro ambiente giuridico) a esasperate concezioni c.d. realistiche della persona giuridica».

ne consegue <sup>249</sup>. Ne deriva altresì la possibilità che l'interesse che la Sgr è tenuta a realizzare, per conto del fondo gestito, rispetto ad una determinata delibera assembleare in seno alla partecipata, possa non coincidere con 'l'interesse sociale' di questa, a prescindere dal significato che si voglia concretamente attribuire a tale riassuntiva espressione <sup>250</sup>; mentre si colloca su un piano diverso la differente ipotesi in cui la Sgr detenga partecipazioni nella medesima società per conto di una pluralità di fondi, magari gestiti secondo politiche di investimento differenti.

In realtà, sul punto, la preoccupazione maggiormente sentita dal legislatore europeo è che, più in particolare, i fondi possano avallare politiche di investimento con immediata redditività, a scapito di strategie imprenditoriali di più ampio respiro. In effetti, una simile potenziale conflittualità, che si direbbe immanente al rapporto tra interesse sociale e interesse del partecipante al fondo, alla cui esclusiva soddisfazione, come detto, è vincolata l'azione del gestore, si pone con maggiore probabilità in ragione delle particolari modalità di gestione presenti in alcuni tipi di fondi (in particolare rispetto ai c.d. *hedge funds*), tipicamente ispirate a logiche di investimento di breve termine, che, soprattutto nelle società di minori dimensioni, possono scontrarsi con politiche rivolte ad una più accorta valorizzazione delle partecipazioni, quindi di lungo termine, verso cui normalmente si orientano investitori non istituzionali o professionali <sup>251</sup>. Tali politiche gestionali di breve termine, unitamente

---

<sup>249</sup> In questo senso, cfr. R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 319; P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., p. 196; V. TROIANO, art. 40, in *Commentario al Tuf*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 419 ss.; F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali in S.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 198 ss.; F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 30 s.; M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, pp. 667 ss., spec. p. 670, il quale osserva precisamente come «l'interesse del fondo si orienta non al valore e alla redditività della singola partecipazione, bensì a quella dell'intero patrimonio, e quindi all'insieme dei titoli che lo costituiscono, con conseguente spazio per «arbitraggi» della Sgr nelle scelte di voto da adottare nelle assemblee delle singole società partecipate».

<sup>250</sup> E v. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in corso di pubblicazione negli *Studi in onore di Gustavo Visentini*, che si è potuto consultare grazie alla cortesia dell'Autore, p. 9 del dattiloscritto, ove osserva come la circostanza indicata nel testo, ossia che l'interesse del fondo-socio diversificato si appunta sul valore dell'intero portafoglio, «consente di osservare come, nel caso dell'azionista diversificato, il problema costruttivo sollevato dal concetto di interesse sociale non sia tanto quello di accertare quale vincolo esso eriga alle scelte di voto ma, prima ancora, se l'interesse sociale possa in assoluto vincolare quelle scelte».

<sup>251</sup> Sul punto, cfr. U. RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, in *95 Minnesota Law Review*, 2011, 1822 ss., il quale con la formula *separation of ownership from ownership* allude proprio alla circostanza per la quale gli individui interessati a mantenere il capitale a lungo termine non sono più quelli che detengono direttamente le azioni, che sono invece in mano ad investitori istituzionali interessati a valorizzazioni di breve termine. La discrepanza tra investitori portatori di interessi *long-term* e investitori portatori di interessi *short-*

alla necessità, presente nei fondi di tipo aperto, di dover eventualmente far fronte ad una consistente richiesta di rimborsi delle quote di partecipazione da parte dei sottoscrittori delle quote del fondo stesso, potrebbero del resto causare effetti negativi sulla stabilità dei titoli quotati in borsa.

In effetti, il coinvolgimento dei fondi come soci nell'assemblea delle società partecipate ha destato, fin dalla legge istitutiva del 1983, anche considerazioni critiche di carattere macroeconomico, ossia il timore che la consueta derivazione dei fondi dal sistema bancario implicasse il ritorno del sistema produttivo industriale sotto il controllo delle banche, riproponendo un intreccio che la legge bancaria del 1936 aveva inteso recidere <sup>252</sup>. Inoltre, nonostante i limiti imposti alla detenzione nel possesso di partecipazioni azionarie per conto dei fondi, tale posizione istituzionalmente di minoranza non si sarebbe necessariamente tradotta in un loro contegno passivo, attesa la naturale vocazione dei gestori di fondi a coalizzarsi con altri fondi e, in virtù del

---

*term* determina uno spostamento del conflitto "verticale" *ownership-control* ad uno di tipo "orizzontale" *ownership-ownership*. Ne consegue che il potenziamento dei poteri degli azionisti nei confronti dell'organo gestorio, forse adeguata per fronteggiare il vecchio conflitto di tipo verticale, dovrebbe probabilmente essere riconsiderato. Anzi, siccome gli azionisti *short-term* appoggeranno politiche *short-term* degli amministratori, rafforzare i loro poteri può produrre l'effetto di inasprire i conflitti orizzontali, appunto perché i vari gruppi di azionisti privilegiano interessi contrapposti e orizzonti temporali differenti.

<sup>252</sup> Particolarmente critico sul punto, G. ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 1083 ss., spec. p. 1098, ove osservava che la presenza di tale intreccio tra banca e industria avrebbe inesorabilmente condannato gli sforzi di intensificazione degli obblighi di informazione societaria all'inadeguatezza, la quale sarebbe dipesa «da una scelta politica di fondo, favorevole o contrario all'intreccio tra banche e mercato mobiliare». Appare significativo come tale rilievo critico sia stato recentemente riproposto in relazione all'ambiguità della direttiva AIFM sotto tale punto di vista: e v. il passo già citato di E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., p. 98 ss.

In senso parzialmente diverso v. R. WEIGMANN, *I fondi mobiliari come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1089 ss., p. 1099, il quale sottolineava invece il crescente interesse dei capitali privati verso i fondi, ove pertanto il rischio non sarebbe stato tanto quello del suddetto intreccio del sistema bancario con quello della produzione, quanto piuttosto il rischio che i più importanti gruppi capitalistici potessero utilizzare i fondi, a mo' di cavallo di Troia, per sostenere per le proprie iniziative imprenditoriali. Peraltro, lo stesso Autore (ID., *op. cit.*, p. 1100) sottolineava l'inadeguatezza della legislazione italiana, rispetto alla soluzione del suddetto problema della separazione fra banca e industria, nel senso che essa, da un lato, vietava alle banche la partecipazione alle assemblee in qualità di rappresentanti, mentre, dall'altro lato, ammettendo l'esercizio del diritto di voto dei creditori pignorati, salvo patto contrario, «non ci si è resi conto che, per tal via, si è aperta una breccia nel muro che dovrebbe separare banche e industria».

Invece, come nota A. GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 788 ss., p. 793 s., rispetto al mercato italiano non si sarebbe riscontrata una ulteriore conseguenza presente in altri sistemi, come quello inglese, caratterizzati da una larghissima diffusione delle partecipazioni azionarie e dalla proporzionale facilità di acquisto del controllo in ragione del possesso di quote di capitale relativamente basse. In essi, la diffusa presenza di fondi comuni anche con quote di capitale basse avrebbe infatti giocato un ruolo di primo piano anche nella contendibilità del controllo societario, diversamente dall'Italia appunto, dove storicamente sussiste una ben minore contendibilità del controllo.

carattere professionale della attività da loro esercitata, a svolgere altresì una funzione di aggregazione dei piccoli azionisti risparmiatori, solitamente disinteressati e inerti rispetto alla gestione sociale <sup>253</sup>.

Questa molteplicità di inconvenienti e incertezze aveva indotto un illustre Autore a suggerire persino l'opportunità, in una prospettiva *de iure condendo*, di introdurre un divieto di esercizio del diritto di voto in assemblea in capo ai gestori di fondi comuni di investimento <sup>254</sup>. Tale proposta apparve tuttavia più come una provocazione, che non come una soluzione realmente percorribile, anche perché il dettato legislativo affermava esplicitamente, e ovviamente afferma tuttora, che la legittimazione all'esercizio dei diritti di voto inerenti alle partecipazioni gestite spetta ai gestori, sia pure nell'esclusivo interesse dei partecipanti al fondo. È appena il caso di rilevare come l'effettiva introduzione del divieto di esercizio del diritto di voto in capo ai gestori di fondi si sarebbe probabilmente risolta in una cura peggiore del malanno, nel senso che per tal via, e senza considerare il potente effetto di dissuasione all'investimento nelle imprese italiane che ciò avrebbe comportato, l'unico strumento di dissenso dalle politiche di gestione adottate dalla società partecipata, lasciato ai

---

<sup>253</sup> In tal senso, cfr. R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 278 s.; R. WEIGMANN, *I fondi mobiliari*, cit., p. 1091 ss.; P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1985, pp. 1119 ss., p. 1124, per il quale dare per scontato l'assenteismo dei fondi come soci nell'assemblea delle società partecipate, come del resto che l'unica azione degli stessi debba consistere nel disinvestimento, sarebbero dei luoghi comuni, poiché «investire per vocazione istituzionale postula infatti la presenza non l'assenteismo».

<sup>254</sup> In particolare, si allude alla opinione, in verità mai espressa in sede di discussione accademica, ma in alcune interviste rilasciate alla stampa giornalistiche, di G. ROSSI, *Niente voto ai fondi*, intervista a cura di A. Turani, in *La Repubblica – Supplemento Affari Finanza*, del 7.11.1986, e ad alcune interviste rilasciate dal Presidente Consob e dal Ministro del Tesoro del tempo, tuttavia sul presupposto della asserita esistenza di un principio legislativo che avrebbe precluso ai fondi l'esercizio del diritto di voto. Per una puntuale ricognizione del dibattito, e in senso critico rispetto al prospettato divieto di voto (sulla cui generale ammissibilità, all'indomani della legge istitutiva dei fondi comuni, v. già A. LENER, *Commento all'art. 4 della l. 77 del 1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, pp. 421 ss.) cfr. tra gli altri V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, in *Riv. soc.*, 1988, pp. 790 ss.; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, 3\*, *Assemblea*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, pp. 345 ss.; R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 283, ove in seguito alla riforma del 1998 osservava come fosse ormai pacifico che «la scelta del legislatore non è nel senso della privazione del diritto di voto ma del limite e della funzionalizzazione del suo esercizio nell'interesse dei partecipanti»; F. VELLA, «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto delle società, in *Banca impresa società*, 1998, pp. 379 ss.

fondi, sarebbe consistito nella vendita della partecipazione, con conseguente accrescimento della volatilità dei titoli della stessa società partecipata <sup>255</sup>.

Tuttavia, a tale proposta va indubbiamente riconosciuto il meritorio tentativo di sollecitare un dibattito adeguato rispetto all'importanza del problema, che si volgesse cioè alla ricerca di soluzioni normative, alternative alla introduzione di un divieto di voto per le partecipazioni comprese in fondi comuni, adeguate al contrasto dei rischi cui le stesse potessero dar luogo: anche se tale dibattito rimase per vero abbastanza limitato, anche dal punto di vista topografico (alle pagine della *Rivista delle società*), e le soluzioni alternative auspiccate, circoscritte al potenziamento degli strumenti di contrasto ai conflitti di interessi e ad una maggiore trasparenza informativa <sup>256</sup>. Peraltro, la successiva evoluzione legislativa, e in particolare la riforma del 1998, con il potenziamento dei diritti delle minoranze, ha di fatto attribuito agli investitori istituzionali, e quindi anche ai fondi comuni, ulteriori penetranti poteri, oltre al semplice diritto di voto, trattandosi vieppiù di poteri il cui esercizio strumentale sarebbe a sua volta suscettibile di incidere sul valore del titolo <sup>257</sup>.

La legittimazione esclusiva della Sgr all'esercizio del diritto di voto, e più in generale dei diritti sociali, in virtù delle conclusioni raggiunte nei paragrafi precedenti, non dovrebbe comunque indurre a intraprendere la fuorviante ricerca del soggetto al quale imputare la qualità di socio, in quanto le considerazioni svolte in merito alle

---

<sup>255</sup> In questo senso, condivisibilmente, R. SACCHI, *L'intervento e il voto*, cit., p. 347; e v. anche R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 280, il quale osserva che più del voto è la «minaccia di un massiccio disinvestimento a dover condizionare il *management*».

<sup>256</sup> In tal senso, cfr. V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista*, cit., p. 797 s., il quale osservava come il contrasto del controllo indiretto dei fondi da parte delle banche avrebbe dovuto attuarsi mediante l'introduzione di divieti di collegamento e di rapporti di controllo del fondo con la partecipata; P. MARCHETTI, *Problemi in tema di intermediari finanziari*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 15 ss., spec. pp. 28 ss., il quale notava acutamente come le situazioni di conflitto di interessi imputabili ai fondi potessero innanzitutto configurarsi come *conflitto di funzioni*, poiché l'adempimento di certi obblighi correlati ad una funzione possono rivelarsi incompatibili con i doveri connessi ad altra funzione dello stesso intermediario, o di altri soggetti del gruppo: e in tal senso, mi pare che possa cogliersi nel pensiero dell'Autore l'intuizione di un problema del quale si sarebbe acquisita diffusa consapevolezza soltanto in seguito, ossia il possibile conflitto tra gli obblighi professionali che il gestore deve ai propri clienti e i doveri di lealtà e correttezza che egli deve osservare nelle società partecipate per conto dei clienti stessi. Peraltro, gli Autori citati sostenevano altresì entrambi (e v. anche A. LENER, *Costituzione*, cit., p. 206) l'opportunità di una riforma che consentisse di applicare alla materia dei fondi comuni principi tratti dal diritto dei gruppi di società.

<sup>257</sup> Da qui i rilievi critici di C. ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto 58/1998*, cit., p. 221 s.; R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 279 s., il quale osserva come i 'poteri delle minoranze', come l'azione di responsabilità, il potere di convocazione, la denuncia al tribunale, siano essenzialmente poteri di rottura, pertanto utilizzabili come leva per ottenere un maggiore coinvolgimento nella gestione della società partecipata.



possibili conseguenze disciplinari, nella ipotesi di sostituzione del gestore, parrebbero aver dimostrato la scarsa tenuta operativa di un'impostazione soggettivistica rispetto ad una vicenda di carattere eminentemente gestorio, in cui il termine di riferimento dev'essere rappresentato non tanto dal soggetto, quanto dall'interesse patrimoniale sotteso al rapporto di gestione. Vale la pena di sottolineare nuovamente, peraltro, come l'iscrizione nel libro dei soci delle società partecipate debba contenere non solo l'indicazione della Sgr legittimata all'esercizio dei diritti sociali, ma anche, e anzi soprattutto, del relativo nesso pertinenziale rispetto al fondo nel cui interesse essi sono in concreto esercitati. Nonostante ciò, appare pacifico in dottrina che il gestore sia titolare del diritto di voto a titolo originario, in virtù del disposto dell'art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), Tuf, e che pertanto egli non sia da considerare come un mero delegato dei partecipanti, e che possa anzi farsi rappresentare in assemblea ai sensi dell'art. 2372, c.c., come anzi è frequente che accada <sup>258</sup>.

Ciò che preme sottolineare in questa sede è come la disposizione di cui all'art. 35-*decies*, Tuf, renda l'esercizio del diritto di voto, tipicamente libero nell'*an* e nel *quomodo*, «contenuto di un potere in senso tecnico, di una funzione» <sup>259</sup>. E infatti può notarsi, con illustrissima dottrina, come l'esercizio di una potestà-funzione si esprima in un potere che «si distingue da quello che è proprio del diritto soggettivo, che è potere di realizzare un proprio interesse, in quanto ha come elemento teleologico principale l'attuazione di un interesse alieno, il cui elemento oggettivo non è rappresentato da un bene, ma dalla posizione di un altro soggetto di fronte a un bene, il quale si pone come un punto di riferimento (oggettivo) mediato dalla potestà» <sup>260</sup>. Ciò non significa,

---

<sup>258</sup> In questo senso, in luogo di altri cfr. M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 213; V. TROIANO, *art. 40*, cit., p. 420; ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 120. Cfr. invece, rispetto alla partecipazione fiduciaria, E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria*, cit., p. 233 s., ove osserva che «il comportamento del fiduciario non è, però, affatto libero, tenuto conto della circostanza che questi esercita dei poteri "derivati" rispetto al possesso del fiduciante, sì che la legittimità del relativo esercizio [...] non può non muoversi nei precisi confini dell'investitura ricevuta».

<sup>259</sup> Così M. STELLA RICHTER jr, *L'esercizio del voto*, cit., p. 801; e v. anche ID., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, Bologna, 2010, pp. 437 ss. In termini analoghi anche R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 320; G. VISENTINI, *La gestione del fondo da parte delle Sgr: inquadramento giuridico*, in *Assogestioni. Quaderni di documentazione e ricerca n. 23*, Roma, 2000, pp. 129 ss., spec. p. 140; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 667.

<sup>260</sup> Così R. NICOLÒ, *Istituzioni di diritto privato*, cit., p. 60, il quale prosegue sottolineando come il contenuto dell'obbligo non sia un atto quanto un'attività funzionale, come dimostra anche l'art. 1703 allorché fa riferimento al compimento di 'uno o più atti', inquadrandosi pertanto la gestione in una dimensione di durata.

peraltro, che il gestore sia obbligato a esercitare tale diritto in sede assembleare, quanto piuttosto che egli sia obbligato a tenere il comportamento più rispondente all'interesse del proprio cliente <sup>261</sup>, il quale, a seconda dei casi, potrebbe consistere nel votare in senso contrario alla maggioranza, ovvero astenersi, ovvero non intervenire in assemblea, a seconda della partecipazione detenuta e della strategia di investimento, così come consacrata nel regolamento del fondo gestito, che il gestore è tenuto a osservare <sup>262</sup>. Del resto, una conferma normativa di tale orientamento, come è stato recentemente osservato <sup>263</sup>, può trarsi dall'art. 37, paragrafo, 1, del citato regolamento delegato UE n. 231/2013, ove è stabilito che il gestore di fondi di investimento alternativi, nell'elaborazione delle strategie di voto deve determinare *quando e come vadano esercitati i diritti di voto*, riconoscendo così il legislatore europeo come il loro concreto esercizio costituisca una mera eventualità.

Un'importante novità in materia è rappresentata dalla recente approvazione della direttiva 2017/828 (c.d. *Shareholders Rights Directive II*), la quale, nonostante non si presenti come testo normativo autonomo, bensì come mera revisione della c.d. direttiva azionisti 2007/36/CE, rispetto a quest'ultima sembra avere adottato una diversa prospettiva. Infatti, con la direttiva nella sua versione originaria, il legislatore europeo si propose quale scopo primario, *in nuce*, l'incentivazione del coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella gestione delle società quotate, da perseguire attraverso l'agevolazione dell'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione azionaria, ed in particolare in un'ottica di potenziamento degli strumenti informatici ai fini dell'esercizio, anche transfrontaliero, del diritto di voto <sup>264</sup>.

---

<sup>261</sup> In questo senso la dottrina prevalente: v. tra gli altri F. BORDIGA, *Partecipazione*, cit., p. 207 s.; R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 322; M. STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto*, cit., p. 437; V. TROIANO, *Art. 40*, cit., p. 419. Ma v. anche G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2018, p. 285; ancora R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 323; M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, I, pp. 75 ss., p. 103, ID., *Proxy advisors*, cit., p. 680, per i quali l'assenza di tale obbligo non può neppure tradursi nella assunzione generale e indifferenziata di un contegno passivo nel governo delle società partecipate.

Nella dottrina tedesca, con dovizia di argomentazioni nel senso dell'esclusione di un obbligo positivo del gestore di votare, cfr. L. SCHÄFER, *Corporate governance bei Kapitalanlagegesellschaften – Fund governance*, Berlin, 2009, pp. 125 ss.

<sup>262</sup> Peraltro è ovvio che non tutti i gestori di fondi comuni mostrino lo stesso grado di interesse al coinvolgimento nelle assemblee e alle singole delibere, in virtù delle caratteristiche strutturali dei fondi gestiti e delle politiche di investimento adottate: e in tal senso v. P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina*, cit., p. 198.

<sup>263</sup> Cfr. G. BALP, *I consulenti*, cit., p. 285.

<sup>264</sup> Per un primo inquadramento della direttiva 2017/828/UE, cfr. L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle*

Viceversa, il *leitmotiv* del testo di revisione approvato nel 2017 consiste, come esplicitato già nella stessa intitolazione, ed esaustivamente motivato nei relativi *considerando*, nell'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, e quindi, in un certo senso, nell'impedire che l'attivismo degli azionisti, in precedenza sollecitato e finanche potenziato, si traduca in una modalità di partecipazione alle imprese di breve termine e puramente speculativa. La direttiva *SRDII*, infatti, sembra inserirsi in un più ampio filone normativo di matrice europea, del quale la disciplina sull'*asset stripping* rappresenta probabilmente l'esempio più evidente, i cui vari tasselli paiono muovere dal comune assunto per il quale vi sia una necessaria corrispondenza tra l'impegno di lungo termine degli azionisti e il successo dell'impresa partecipata, laddove invece, nel caso in cui esso si atteggi come investimento di breve termine, dovrebbe viceversa sussistere una generale e indifferenziata presunzione di sostegno a politiche gestionali particolarmente rischiose, e dunque maggiormente suscettibili di arrecare un danno al patrimonio sociale <sup>265</sup>. E da questa differenziazione tra soci di breve e di lungo termine il legislatore europeo sembra trarre dirette conseguenze normative, attraverso l'introduzione di discipline "speciali", in quanto riferite soltanto a particolari categorie di soci, e in particolare agli investitori istituzionali <sup>266</sup>.

---

*società quotate*, in *Riv. dir. banc.*, 2017; I. PICCIANO, *L'unione europea ha adottato una nuova direttiva che incoraggia l'impegno a lungo termine degli azionisti di società quotate dell'unione*, in *Società*, 2017, pp. 925 ss.; F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, pp. 772 ss. Sulla dir. 2007/36/CE, cfr., in luogo di altri, N. ABRIANI, *La direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2017: più tutela agli azionisti di società quotate europee*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, p. 233 s.; L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 989 ss.

<sup>265</sup> Cfr. G. SANDRELLI- M. EREDE, "Inappropriate short-term activism" vs. "appropriate long-term engagement": *Note critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea*, in *Rivista ODC*, 2013; L. MULA, *La revisione*, cit., p. 6, il quale sottolinea le perplessità suscitate dalla «effettiva possibilità di correlare *engagement* di lungo periodo degli azionisti e benefici sul valore della società». E v. anche C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti*, cit., pp. 141 ss.; F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 40, testo e nota 70; M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 398 ss.; C. TEDESCHI, "Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni, Milano, 2005, pp. 72 ss., e, in termini analoghi, D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit. p. 267.

<sup>266</sup> In senso analogo, v. F. RIGANTI, *La nuova direttiva*, cit., p. 783, p. 792 s., il quale sottolinea come dalla *SRDII* emerge sia la consapevolezza del legislatore europeo sulla struttura attuale delle società quotate, sia un conseguente rinnovato approccio alla materia, che parrebbe appunto introdurre «una sorta di vero e proprio "distinguo" tra soci, destinatari di discipline *ad hoc* predisposte a seconda del "peso specifico" da questi ricoperto e almeno in astratto capaci di condurre ad un ripensamento del

Infatti, se nella cennata disciplina di cui all'art. 30 della direttiva Gefia tale presunzione incide sulla stessa libertà di azione dei fondi, sia pure con particolare riguardo alle società non quotate, la revisione della direttiva azionisti ha invece introdotto penetranti oneri di trasparenza in ordine alle strategie di investimento che essi vorranno adottare nelle società partecipate quotate, e alla stessa identificazione degli azionisti, *anche se sussiste una catena di intermediazione nella gestione della partecipazione* <sup>267</sup>. Tale pare proprio il caso dei fondi comuni, denominati *gestori di attivi* nel lessico della direttiva in esame, sicché tale obbligo di identificazione sembrerebbe una conferma, anche normativa, della necessità di esplicitare il nesso pertinenziale a favore del fondo nella partecipazione sociale gestita per conto e nell'interesse dello stesso. Giova rilevare, tra l'altro, che i suddetti obblighi informativi ricalcano in ampia misura i diversi strumenti di autoregolamentazione adottati nei vari Stati membri, come i *Principi italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate* della Assogestioni <sup>268</sup>.

In particolare, l'art. 3-*octies*, dir. 2017/828, prevede l'obbligo di comunicare al pubblico su base annuale la politica di impegno che il gestore intende adottare rispetto alle società partecipate e come *gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno*, e la specifica motivazione dei voti più significativi adottati e l'eventuale ricorso ai consulenti in materia di voto. Come già accennato, tali obblighi di *disclosure* si ricollegano a quelli, già ricordati, sanciti nei confronti dei gestori di fondi di investimento alternativi che acquisiscono il controllo delle società partecipate <sup>269</sup>, sicché appare fondato concludere che dal sistema normativo vigente

---

citato principio di parità ed "uguaglianza" tra azionisti». E v. anche P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 957 ss., spec. p. 970, il quale, laddove auspica l'introduzione di un criterio proporzionale alla significatività della partecipazione nella attribuzione del diritto di intervento in assemblea, sembrerebbe vedere con favore tale differenziazione disciplinare; e in senso analogo, con ulteriori argomentazioni, cfr. M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, pp. 247 ss. Ma in senso opposto vedi M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 171 ss.

<sup>267</sup> Così l'art. 3-*bis* della direttiva 2017/828/UE.

<sup>268</sup> I principi sono consultabili al sito [http://www.assogestioni.it/ass/library/32/principi\\_ita\\_stewardship072019.pdf](http://www.assogestioni.it/ass/library/32/principi_ita_stewardship072019.pdf). Cfr. il contributo di S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e principi di stewardship*, in *Quaderni giuridici Consob*, gennaio 2019.

<sup>269</sup> Si allude nello specifico agli obblighi di cui agli artt. 28 ss. AIFMD, e, come osserva L. MULA, *La revisione*, cit., p. 7, anche all'obbligo di comunicare le strategie da adottare nell'esercizio dei diritti di voto ai sensi dell'art. 37 del Regolamento delegato 231/2013, il cui paragrafo recita: *il GEFIA*

può trarsi un generalizzato obbligo di comunicazione delle strategie di gestione e delle politiche di voto che i fondi vorranno adottare in seno alle partecipate, oltre che degli eventuali conflitti d'interessi <sup>270</sup>.

Sul punto, si può osservare che la platea di soggetti beneficiari di siffatti obblighi informativi è individuata con una nozione volutamente ampia, ossia quella del 'pubblico': categoria nella quale pare debbano rientrare non solo i partecipanti al fondo, ma anche i soci della società partecipata. Tuttavia, sembra che gli strumenti di tutela a favore di quest'ultima nei confronti dell'attività gestionale della Sgr si esaurisca proprio nelle plurime regole di trasparenza vigenti nel sistema positivo, mentre sotto il profilo dell'esercizio del diritto di voto dev'essere evitata un'indebita sovrapposizione del piano societario con quello gestorio. Infatti, il voto viene in rilievo esclusivamente quale contenuto di un dovere organizzativo del gestore nei confronti dei partecipanti al fondo, il che è a sua volta coerente con le conclusioni raggiunte in sede di inquadramento concettuale del fondo, in quanto unico termine di riferimento della disciplina è la gestione di un interesse riferito ad una molteplicità di partecipazioni, prescindendosi da ogni profilo strutturale, sicché la collisione della disciplina societaria con quella della gestione collettiva viene in rilievo soltanto in senso strumentale al perseguimento di quell'interesse <sup>271</sup>.

Viceversa, l'altra platea di soggetti bisognosi di tutela giuridica, ossia i soci delle società partecipate, non viene presa in considerazione dalla disciplina speciale, se non sotto il profilo degli obblighi di trasparenza, confermandosi così, da un lato, l'integrale separazione del piano endosocietario da quello della gestione collettiva, e purtuttavia ponendosi, dall'altro lato, la necessità di verificare se gli strumenti forniti dalla disciplina societaria siano in grado di appagare tali esigenze di tutela, ovvero se

---

*elabora strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio del FIA gestito, a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori.*

<sup>270</sup> Cfr. A. PERRONE, *Il diritto*, cit., p. 247, il quale peraltro sottolinea come si debba lasciare essenzialmente ai regolamenti dei fondi, e quindi ad un livello contrattuale, la gestione dei conflitti d'interessi: e v. anche ID., *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli- A. Banfi- G. Presti – M. Rescigno, Bologna, 2007, pp. 57 ss.

<sup>271</sup> Cfr. F. DENOZZA, *Logica dello scambio*, cit., p. 30, il quale sottolinea appunto la pura strumentalità della valorizzazione della singola partecipazione rispetto al portafoglio complessivo; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 678, per il quale la stessa configurazione della fattispecie del voto per conto altrui sia data dal ricorso ad una clausola generale (la Sgr provvede all'esercizio dei diritti di voto nell'interesse dei partecipanti) e nel conseguente atteggiarsi dello stesso come *dovere organizzativo* della Sgr, rivolto unicamente al piano del relativo rapporto gestorio, e dunque indifferente al contiguo piano societario, cioè quello in cui in sostanza quel dovere organizzativo trova esplicazione.

sia ricavabile dal sistema un generale principio di correttezza e lealtà del gestore nei confronti delle società partecipate per conto dei fondi.

#### 4. *Il conflitto d'interessi e i doveri fiduciari del gestore*

Quanto osservato in chiusura del paragrafo precedente pone le basi per esaminare il dialogo della disciplina societaria in materia di conflitto di interessi con la prospiciente disciplina della gestione collettiva. Si pone pertanto l'esigenza di analizzare il possibile conflitto di interessi tra il fondo comune di investimento e la società da questo partecipata nella prospettiva dell'art. 2373 c.c.

Orbene, la norma in questione contempla due tipi di conflitto: quello per conto proprio e quello per conto di terzi. Il primo sussiste tutte le volte in cui il soggetto legittimato al voto sia legato ad un terzo da un rapporto giuridico tale che lo renda inadempiente, quando voti nell'interesse della società, alle obbligazioni assunte nei confronti del portatore dell'interesse antagonista e subisca per questo un pregiudizio economico. Il conflitto per conto terzi sussiste invece nelle ipotesi in cui il voto sia diretto alla realizzazione dell'interesse di un terzo in contrasto con l'interesse sociale, anche in mancanza di un preciso obbligo giuridico in tal senso<sup>272</sup>. È evidente che la Sgr, che gestisce la partecipazione nella società partecipata per conto del fondo, si trova strutturalmente nella condizione di operare in conflitto per conto proprio, in quanto normativamente e contrattualmente obbligata a perseguire l'interesse di terzi, il cui interesse, nel caso concreto, può anche non coincidere con quella della partecipata, ingenerando così «la consapevolezza, facile da acquisire ma spesso non adeguatamente valorizzata, che l'investitore istituzionale gestisce il patrimonio affidato alle sue cure nell'interesse e per conto di altri»<sup>273</sup>.

Partendo da questo presupposto, deve ribadirsi che l'interesse sotteso alla gestione del fondo e dei relativi partecipanti, come esplicita il dato positivo all'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), Tuf, non è il puntuale interesse sotteso alla singola società e alla singola delibera assemblea nel quale l'esercizio del voto si esplica, ma un interesse

---

<sup>272</sup> Cfr. per la distinzione riportata nel testo M.T. CIRENEL, *Art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. d'Alessandro, volume II, Padova, 2011, pp. 757 ss. Cfr. anche il recente lavoro monografico di S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2015, pp. 20 ss.

<sup>273</sup> Così R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 319, testo e spec. la citazione da nt. 6.

di più ampia e generale portata, strettamente connesso alle aspettative che l'investitore nutre in considerazione della partecipazione al fondo, e cioè precipuamente l'incremento di valore della quota, a sua volta connesso alla valorizzazione dell'intero pacchetto azionario di cui si compone il patrimonio del fondo stesso <sup>274</sup>. Tale configurazione dell'interesse ascrivibile ai partecipanti al fondo, del resto pacificamente acquisita, come interesse che trascende quello riferito alla singola partecipazione sociale, si rifletterebbe a sua volta sul problema della possibile collisione tra gli obblighi di lealtà e correttezza professionale che il gestore deve ai suoi clienti e quelli dovuti alla società in quanto socio: «così può verificarsi che il gestore abbia partecipazioni di dimensioni diverse in società in conflitto, e il suo interesse nell'una sia più forte di quello che egli ha alla valorizzazione dell'altra» <sup>275</sup>.

Trattasi di un'ipotesi di conflitto particolarmente interessante ai fini dell'accertamento delle incertezze interpretative che possono conseguire dalla acritica adozione del diritto societario comune per regolare la posizione di conflitto di un socio connotata da spiccati elementi di specificità, anche se va precisato che, allo stato attuale, dalla rassegna della giurisprudenza in materia non si è avuto riscontro di un simile caso di conflitto di interessi, tanto che esso ha un poco iniziato ad assumere i contorni del caso di scuola. La rarità di tale situazione è del resto accentuata dalla usuale posizione di minoranza, sia pure qualificata, da parte delle Sgr, anche se non vanno sottovalutati i casi di un loro voto determinante, anche congiunto, né, soprattutto, il fatto che l'ordinamento vigente non preclude l'assunzione di partecipazioni di controllo, sia da parte di fondi speculativi, sia da parte di fondi chiusi <sup>276</sup>.

---

<sup>274</sup> E v. V. TROIANO, *art. 40*, p. 420 s., il quale sottolinea come «non appare credibile poter enucleare uno specifico interesse dei partecipanti con riferimento alla sorte di una o più delle società i cui titoli pro parte compongono il fondo comune; piuttosto l'interesse è riferibile al valore della quota di propria pertinenza, valore che esprime la sintesi degli andamenti dei diversi titoli confluiti nel fondo»; e v., tra gli altri, anche M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., p. 442; G. VISENTINI, *La gestione del fondo*, cit., p. 140; C. TEDESCHI, *Potere di orientamento*, cit., p. 191 s.; p. 219.

<sup>275</sup> In questi termini ancora R. COSTI, *Risparmio gestito*, cit., p. 320; ed affronta esaustivamente la questione anche F. BORDIGA, *Partecipazione*, p. 202 ss.

<sup>276</sup> Cfr. E. STRIPPOLI, *La Sgr e le partecipazioni rilevanti*, cit., p. 240 s., la quale peraltro sottolinea il progressivo aumento del ruolo segnaletico in ambito assembleare dei gestori di fondi e anche il loro ruolo di catalizzatori svolto rispetto agli altri azionisti con la presentazione di liste di minoranze. Sul punto è peraltro significativa la previsione, al Principio n. 4 dei Principi italiani di Stewardship promosso da Assogestione, per la quale la Sgr, nel valutare l'opportunità di collaborare con altri investitori istituzionali, deve *prestare particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto*.

Ad ogni modo, tale potenziale situazione di conflitto appare comunque particolarmente utile allo scopo che ci si è qui proposti, vale a dire la verifica dell'impatto, dal punto di vista sistematico, dato dallo scontro tra l'assetto di interessi sotteso alla disciplina societaria e quello viceversa oggetto della disciplina sulla gestione collettiva. D'altronde, il timore che la suddetta ipotesi di conflitto possa verificarsi è tutt'altro che nuovo rispetto a intermediari che partecipano contemporaneamente, in via diretta o indiretta, a diverse iniziative imprenditoriali, in ragione della stessa attività esercitata: e si allude in particolare alle *holding* di partecipazioni e alle società bancarie<sup>277</sup>.

Ebbene, in un caso simile la sovrapposizione della disciplina societaria a quella del risparmio gestito suggerisce, secondo una prima impostazione, l'applicazione dell'art. 2373 c.c., se il voto della Sgr è determinante per la deliberazione, pena l'annullabilità della delibera assunta e l'obbligo di risarcire il danno<sup>278</sup>. Tale impostazione escluderebbe peraltro l'operatività di un obbligo, questa volta verso le società partecipate, di un esercizio attivo dei diritti amministrativi, che si scontrerebbe con la già ricordata unidirezionalità del vincolo fiduciario del gestore, chiamato alla esclusiva valorizzazione del patrimonio degli investitori. Dall'altro lato, si è tuttavia riconosciuta l'esistenza in capo alle Sgr di un dovere di correttezza verso le partecipate nell'attività esercitata e nella loro qualità di azionisti qualificati, e quindi la sussistenza di un dovere di esercitare correttamente i diritti inerenti alle azioni gestite per conto altrui. Nello specifico, tale dovere si trarrebbe dall'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), il quale, nel prevedere gli obblighi di comportamento dei gestori, non si riferisce solo all'interesse dei clienti, ma anche alla *integrità dei mercati*<sup>279</sup>.

Tuttavia, la violazione di tale dovere non dovrebbe condurre all'applicazione della disciplina sul conflitto d'interessi di cui al codice civile, ma dovrebbe al contrario

---

<sup>277</sup> Cfr. B. LIBONATI,  *Holding*, cit., pp. 119 ss.; A. ASQUINI,  *Conflitto d'interessi*, cit., pp. 163 ss., e le relative considerazioni svolte a nota 152.

<sup>278</sup> In questo senso, cfr. F. BORDIGA,  *Partecipazione*, cit., pp. 202 ss., il quale osserva che «i doveri fiduciari dell'investitore verso i suoi clienti subiscono un *condizionamento* in sede di esercizio del diritto di voto e di intervento in assemblea per il fatto di muoversi all'interno dell'organizzazione della singola società partecipata»; R. COSTI,  *Risparmio gestito*, cit., p. 218; G. VISENTINI,  *La gestione del fondo*, cit., p. 140.

<sup>279</sup> Cfr. ancora F. BORDIGA,  *Partecipazione*, cit., p. 203 s.; C. TEDESCHI,  *Potere di orientamento*, cit., pp. 229 ss., p. 263, la quale, pur negando l'applicabilità dell'art. 2373 c.c., afferma che tale riferimento all'integrità dei mercati è «fonte di un obbligo funzionale anche alla tutela del sistema», e quindi anche alla stabilità delle società partecipate dai fondi.



costituire fonte normativa di uno specifico obbligo risarcitorio del gestore nei confronti della società partecipata, e quindi di un'ipotesi di responsabilità deliberativa <sup>280</sup>. Anche se non possono tacersi le perplessità dettate dal fatto che, in base a tale ricostruzione, in virtù del disposto di cui all'art. 36, comma 4, Tuf, di tale obbligazione risarcitoria, in quanto pur sempre contratta per conto del fondo, risponderebbe quest'ultimo, con danno dei partecipanti, pur estranei a qualunque rapporto con la società partecipata, ed anzi creditori nei confronti della Sgr di un corretto esercizio dei diritti di voto amministrati da quest'ultima.

Ulteriori fattispecie di conflitto d'interessi, potenzialmente suscettibili di ricadere nella previsione dell'art. 2373, c.c., potrebbero essere determinate dalla circostanza in cui la Sgr abbia in gestione una pluralità di fondi, il che potrebbe generare, in particolare, due ipotesi di conflitto.

Il primo sarebbe determinato dal fatto che una Sgr gestisca, per conto di un fondo, una partecipazione in una società concorrente con una società partecipata in misura minore da un altro fondo gestito dalla medesima Sgr. In questo caso, essa avrebbe un maggiore interesse a perseguire le politiche di investimento proprie del primo fondo, trovandosi altresì nella condizione di poter svantaggiare la società concorrente nella quale abbia effettuato un investimento minore per conto del secondo. In tal caso, il conflitto esorbita tuttavia dalla mera dimensione societaria, fermo restando il danno subito dalla società partecipata svantaggiata, fino al punto da poter assumere i connotati di una responsabilità da scorretta gestione nei confronti dei partecipanti al secondo fondo.

Un'ulteriore ipotesi di conflitto, nell'ipotesi in cui una Sgr gestisca più fondi, è data dalla circostanza in cui, almeno rispetto ad una specifica questione oggetto di deliberazione assembleare, gli interessi dei partecipanti ai fondi gestiti si dispongano in modo antitetico, ad esempio in ragione delle diverse politiche di investimento perseguite. Ciò vale a dire che in una società partecipata il gestore può essere complessivamente legittimato ad esercitare i diritti di voto inerenti alle partecipazioni imputabili a diversi fondi gestiti, poniamo Alfa e Beta, nel qual caso non potrà esprimere una dichiarazione di voto uniforme per tutte le azioni rappresentate in

---

<sup>280</sup> V., per tutti, F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004.

assemblea. Ne consegue che, nell'ipotesi in questione, l'esercizio di un voto divergente sia l'unica possibilità per la Sgr di ottemperare al proprio obbligo di esercitare il voto nell'esclusivo interesse dei partecipanti ai diversi fondi <sup>281</sup>.

Tuttavia, l'esercizio divergente dei voti detenuti potrebbe implicare che la deliberazione, approvata col voto determinante del gestore nell'interesse del fondo Alfa, sia lesiva dell'interesse del fondo Beta, i cui valori siano investiti nella medesima società. In tal caso, è evidente che il gestore, pur avendo legittimamente esercitato il voto in modo divergente, nel rispetto del proprio obbligo di votare nell'interesse esclusivo dei rispettivi partecipanti ai fondi gestiti, avrebbe pur sempre votato, nella veste di mandatario del fondo Alfa, in danno del fondo Beta. Vieppiù, pur in adesione alla tesi, del resto prevalente, che ammette la legittimità del voto divergente <sup>282</sup>, occorre anche considerare le conseguenze che tale modalità di esercizio del voto per conto di altri comporterebbe. Infatti, nell'esempio descritto, il voto dissenziente, espresso per conto del fondo Beta, conferirebbe, evidentemente, la legittimazione ad impugnare la corrispondente delibera, con la conseguenza che la Sgr si troverebbe nelle contestuali vesti di attore e di socio della società convenuta, nella cui posizione abbia magari esercitato il voto determinante ai fini dell'approvazione della delibera <sup>283</sup>. Ed in questa prospettiva, non appare casuale che i *Principi italiani di stewardship* raccomandino, qualora la società di gestione decida di esercitare i propri diritti di voto

---

<sup>281</sup> A favore di tale soluzione, cfr. V. TROIANO, *Art. 40*, cit., p. 419 s. In senso adesivo, v. altresì M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 670 nota 14. Peraltro, a conferma della possibilità che l'esercizio del voto possa essere effettuato in senso divergente v. P. MONTALENTI,  *Mercati finanziari*, cit., p. 970, ove riporta che il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* spagnolo raccomanda la previsione espressa del diritto di voto divergente per favorire l'intervento attivo degli investitori istituzionali, sia pure sul presupposto della possibilità di ricevere istruzioni divergenti da parte degli investitori: il che comunque non vale a escludere la medesima facoltà sul diverso ma contiguo presupposto delle diverse politiche di investimento cui siano ispirati i vari fondi gestiti dalla medesima Sgr.

<sup>282</sup> È d'obbligo il rinvio a P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976, *passim*; Id., *Mélange minimo sul voto divergente*, in *Giur. comm.*, 1977, I, pp. 366 ss.; Id., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 3\*, *Assemblea*, Torino, 1994, pp. 461 ss. V. anche G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*<sup>9</sup>, volume II, *Diritto delle società*, Torino, 2015, p. 373. Nella dottrina tedesca, cfr. K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 1832; D. HECKELMANN, *Die uneinheitliche Abstimmung bei Kapitalgesellschaften*, in *AcP*, 1970, pp. 306 ss.; H.J. FLECK, *Stimmrechtsabspaltung bei der GmbH?*, in *Festschrift für Robert Fischer*, Hrsg. M. Lutter-W. Stimpel-H. Wiedemann, Berlin-New York, 1979, pp. 107 ss.

<sup>283</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 407 ss., spec. p. 414, sul possibile atteggiarsi del voto divergente come *venire contra factum proprium*, sia pure, nel caso di specie, nel senso di esercizio contraddittorio di due distinte funzioni, e cioè di assunzione di condotte antitetiche riguardo al medesimo oggetto (il progetto di bilancio), rispettivamente nella qualità di amministratore e di socio.

in seno alla società partecipata quotate, di *votare per tutte le azioni detenute in modo uniforme* (Principio 5).

I vari esempi addotti dovrebbero valere a confermare la fondatezza del dubbio circa l'idoneità dell'art. 2373, comma 1, c.c., alla soluzione di conflitti insorti a cavallo tra diritto societario e diritto della gestione collettiva. Sul versante societario, del resto, appare preferibile una lettura della norma in questione che rifiuta una funzionalizzazione dell'esercizio del diritto di voto al perseguimento di un concetto di interesse sociale dai contorni vaghi e indefiniti, di stampo istituzionalistico, in favore di un'interpretazione volta a ravvisarvi piuttosto un limite di segno negativo, posto a carico del socio, al perseguimento di un suo personale interesse, suscettibile di arrecare un danno alla società <sup>284</sup>.

Ne consegue che l'interesse sociale della società partecipata non può essere concepito come astratto termine di riferimento nell'esercizio del voto per conto dei fondi, in coerenza con la affermata netta separazione tra il piano societario e quello del rapporto gestorio <sup>285</sup>. Pertanto, le segnalate ipotesi di conflitto d'interessi, ove effettivamente insorte, potrebbero anche non giustificare l'annullabilità della corrispondente delibera, poiché la violazione del gestore in danno dei propri clienti sembra rilevare esclusivamente sul secondo piano <sup>286</sup>, specificamente in quanto inadeguata gestione dei conflitti di interesse di cui la Sgr è normativamente tenuta a

---

<sup>284</sup> In tal senso, v. per tutti A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni: abuso di potere nel procedimento assembleare*, Milano, 1987, spec. pp. 244 ss.; *La disciplina del conflitto di interessi del socio*, in *Studi in memoria di Roberto Bracco*, Padova, 1976, pp. 209 ss., ove l'A. già sosteneva un'impostazione dell'interesse come posizione obiettiva e antecedente alla deliberazione, a fronte dell'irrelevanza di un interesse meramente psicologico: rileva l'interesse a un vantaggio particolare, anche di natura non economico-patrimoniale, laddove il carattere della tipicità, ove lo si voglia attribuire anche all'interesse particolare ex art. 2373 c.c., può avere solo il significato della irrilevanza degli interessi psicologici; ID., *Nuove prospettive del conflitto di interessi in sede assembleare*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 395 ss.; e anche G.F. CAMPOBASSO, *Manuale*, cit., p. 373. Di recente v. anche F. D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nel rapporto tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 5 ss., sulle regole secondarie che discendono dalla violazione dell'art. 2373 c.c.

<sup>285</sup> Cfr. soprattutto G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo*, cit., pp. 563 ss.

<sup>286</sup> In tal senso, v. R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 283, il quale afferma il pieno valore precettivo della disposizione per la quale *la Sgr provvede nell'esclusivo interesse dei partecipanti all'esercizio del diritto di voto*, p. 284 nota 17, ove osserva incisivamente che «un'analisi attenta del fenomeno gestorio dimostra che al gestore di patrimoni, per la stessa natura dell'attività esercitata, non può applicarsi la norma codicistica sul conflitto (e il connesso dovere di astensione)»; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 682, testo e nota 53; C. TEDESCHI, *Potere di orientamento*, cit., pp. 229 ss. Manifestano dubbi, nella prospettiva in questione, sull'utilità dell'art. 2373 c.c., anche G.F. CAMPOBASSO, *Manuale*, cit., p. 345 s.; M. CIAN, *I Fia*, cit., p. 320.

dar conto alla propria clientela, e dunque sul piano risarcitorio nei loro confronti <sup>287</sup>. Tale conclusione appare del resto suggerita dalle indicazioni provenienti dalla disciplina positiva della gestione collettiva, di fonte interna ed europea, ove l'agire in potenziale conflitto di interessi da parte dell'intermediario appare come normale, e, laddove preso in considerazione, rileva unicamente quale dovere organizzativo nei confronti della propria clientela <sup>288</sup>.

Viceversa, la violazione di tale dovere organizzativo può fondare una tutela risarcitoria ed invalidatoria, in favore delle società partecipate, qualora esso riguardi direttamente l'attività d'impresa esercitata in proprio dalla Sgr: in particolare, «in deliberazioni concernenti negozi che vedano i due soggetti [partecipata e Sgr] come parti correlate o contrapposte, ovvero relative a operazioni che investano la società controllante della Sgr» <sup>289</sup>. E, specificamente, nell'ipotesi in cui il gestore abbia votato in contrasto con l'interesse della partecipata in ossequio ad una direttiva proveniente dalla propria capogruppo, per realizzare un interesse extrasociale del gruppo cui appartiene <sup>290</sup>. Tale impostazione conferma peraltro l'utilità, ai fini della tesi sostenuta, della necessaria differenziazione tra l'attività d'impresa, professionalmente esercitata in proprio dalla Sgr, e l'attività di gestione del fondo, priva dei connotati dell'attività d'impresa in senso codicistico, e collocata su un piano distinto rispetto alla prima.

Ferma restando la fondatezza della lettura proposta, non può ignorarsi l'esigenza di dar ulteriore contenuto a quel riferimento alla *integrità dei mercati*, contenuto all'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), Tuf, integrità che in effetti potrebbe essere minacciata da un'attività di gestione collettiva che prescindendo completamente dalla tutela dell'integrità del patrimonio delle società partecipate. Ed infatti, pare potersi ritenere che l'introduzione della più volte segnalata disciplina sul divieto di *asset stripping*, abbia, in un certo senso, aperto una breccia nel muro che separa i

---

<sup>287</sup> Cfr. G. FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni*, cit., pp. 689 ss.; ID., *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *ODCC*, 2018, I, pp. 3 ss. (già edito in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016); P. SPOLAORE, *Gestione collettiva*, cit., pp. 1138 ss.

<sup>288</sup> Cfr. R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, pp. 351 ss., il quale rileva come il legislatore abbia scelto di affrontare i conflitti di interesse non ponendo divieti, ma disponendo controlli e regole organizzative, in particolare attraverso l'informazione e il consenso preventivo dei clienti.

<sup>289</sup> Così R. LENER, *La Sgr come socio*, cit., p. 284 nota 17. E in senso analogo v. G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo*, cit., pp. 563 ss. M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 682.

<sup>290</sup> G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo*, cit., p. 568.

doveri di comportamento che il gestore deve osservare nell'esercizio dell'attività di gestione collettiva, nell'interesse esclusivo dei propri clienti, e la disciplina societaria. Con ciò si vuole dire che un'indicazione sistematica decisiva nella prospettiva da ultimo indicata, potrebbe trarsi dalla scelta del legislatore europeo di introdurre, con la disciplina sul divieto di disaggregazione, un riferimento positivo ad una specifica ipotesi di scorretto esercizio del potere di controllo detenuto da una Sgr per conto di un fondo, che, in termini normativi, si traduce in un collegamento con la disciplina sull'attività da direzione e coordinamento e il relativo regime risarcitorio.

### 5. I consulenti in materia di voto

I problemi che discendono dall'esercizio del diritto di voto per conto dei fondi comuni, oltre che dalle possibili conseguenti situazioni di conflitto d'interessi, risultano ulteriormente complicati nell'ipotesi in cui il gestore si sia avvalso dei servizi di consulenza di voto da parte di un c.d. *proxy advisor*, ormai ampiamente diffusi anche nel mercato dei capitali europeo<sup>291</sup>. Secondo la definizione recentemente offerta dall'art. 1, paragrafo 2, lett. g), direttiva 2017/828/UE, il consulente di voto è la *persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto*.

Trattasi di un servizio, come noto, sorto spontaneamente negli anni Ottanta del secolo scorso nel mercato statunitense, e particolarmente utilizzato dai gestori di fondi con portafogli diversificati<sup>292</sup>, il che vale a confermare ulteriormente l'utilità e la necessità della netta distinzione, ripetutamente affermata, e d'altronde ormai

---

<sup>291</sup> Per esempio, nell'assemblea straordinaria recentemente convocata dal c.d.a. di Mediaset S.p.A. per la fusione transfrontaliera per incorporazione con Mediaset España Comunicación S.A. (settembre 2019), i due principali operatori del mercato della consulenza di voto, *Institutional Shareholder Services* e *Glass Lewis & Co.*, sono stati interpellati dai fondi partecipanti alla società, esprimendo rispettivamente raccomandazione contraria e favorevole alla riorganizzazione proposta: cfr. *Mediaset, fondi divisi sul riassetto*, in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

<sup>292</sup> Cfr., tra gli altri, L. KLÖHN-P. SCHWARZ, *Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater*, in *ZIP*, 2012, pp. 149 ss.; G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, p. 376, la quale osserva che «sul piano fattuale ed economico l'affermazione dell'attività di consulenza di voto ben si spiega in ragione del carattere internazionale e delle dimensioni complessive dell'investimento "professionalizzato", e della conseguente complessità ed onerosità della relativa amministrazione»; N. CIOCCA, *I consulenti di voto, negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016, p. 11.

sanzionata anche a livello normativo, tra fondi con portafoglio diversificato e fondi non vincolati da limitazioni quantitative nella detenzione di partecipazioni in una singola società, e dunque anche autorizzati ad acquisire il controllo delle società partecipate. Infatti, in quest'ultimo caso, rientrando nella riserva di attività di cui alla direttiva Gefia, poiché la Sgr, per mezzo della partecipazione detenuta per conto di uno o più fondi, esercita una vera e propria attività d'impresa nella società partecipata, sembra corretto ritenere che nessuno possa e debba determinare meglio del gestore stesso il contegno da tenere in sede assembleare: senza considerare che, in virtù del controllo detenuto, l'influenza nella gestione sociale della Sgr si manifesterà non tanto in assemblea, quanto direttamente nell'amministrazione, attraverso i consiglieri nominati dalla stessa<sup>293</sup>. Di tale circostanza sembra peraltro implicitamente dar conto anche la *SRDII*, la quale si riferisce comunque all'esercizio del voto nelle società quotate, laddove invece l'acquisto del controllo viene fisiologicamente effettuato da parte di fondi di *private equity*, e dunque in società a ristretta base azionaria.

Ad ogni modo, nei fondi diversificati il ricorso ai servizi di consulenza di voto può avere degli indubbi effetti benefici, costituendo un potente stimolo ad una partecipazione attiva ed effettivamente informata degli azionisti<sup>294</sup>, in luogo di quella 'apatia razionale' che li porta o ad aderire acriticamente alle proposte di delibere formulate dall'organo amministrativo<sup>295</sup>, ovvero ad astenersi del tutto dall'esercizio del voto<sup>296</sup>. Infatti, la partecipazione attiva degli azionisti alla gestione sociale, perseguita e incoraggiata a più riprese dal legislatore europeo, ha portato con sé la

---

<sup>293</sup> Valgono le analoghe considerazioni svolte da B. LIBONATI,  *Holding*, cit., p. 354, il quale osservava, nel caso della *holding*, che vista la ridotta competenza diretta dell'assemblea sulla gestione sociale, il conflitto tra la *holding* e la operante si sarebbe manifestato soprattutto in seno al consiglio di amministrazione di quest'ultima.

<sup>294</sup> Vedi Cfr. G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit. p. 376; N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 10, la quale osserva che l'ascesa dei consulenti di voto è diretta conseguenza della incentivazione dell'attivismo degli azionisti: infatti «più gli azionisti sono chiamati a votare, più i consulenti di voto hanno campo per offrire i propri servizi e esercitare la propria influenza»; F. RIGANTI, *La nuova direttiva*, cit., pp. 780 ss., il quale si interroga sul se il ricorso ai servizi di *proxy advisory* possa determinare, attraverso l'incentivazione di un più effettivo e informato attivismo partecipativo dei soci, ad un abbandono della *Wall Street Rule*. V. anche, A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 409 ss. (edito anche in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, pp. 73 ss.), il quale tuttavia invita a distinguere il fenomeno dell'attivismo degli azionisti da quello della partecipazione assembleare.

<sup>295</sup> M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 680.

<sup>296</sup> In questo senso, K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, in *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag*, München, 2013, p. 741.

necessità, per gli investitori istituzionali operanti secondo il criterio della diversificazione dell'investimento, di trovare nuove tecniche di elaborazione della enorme mole di informazioni necessaria ad un consapevole esercizio dei diritti di voto corrispondenti alla molteplicità di partecipazioni detenute, e che risponda al meglio agli interessi dei propri clienti.

In tale prospettiva, lo sviluppo del mercato dei servizi di consulenza nell'esercizio del voto ha fornito un notevole strumento di riduzione dei costi transattivi, favorendo un flusso informativo non solo 'esterno', cioè indirizzato agli investitori, ma anche 'interno', verso le società partecipate, le quali sono così in grado di conoscere in modo almeno indicativo le intenzioni di voto dei gestori di fondi comuni azionisti in ordine a determinate delibere <sup>297</sup>.

Rispetto al primo versante informativo, peraltro, può ulteriormente osservarsi come il carattere tendenzialmente standardizzato dei servizi offerti dai consulenti di voto possa dar luogo a fenomeni di *free riding* da parte degli altri azionisti che, seguendo politiche di investimento analoghe a quelle avallate dagli azionisti clienti di *proxy advisors*, ne imitino le condotte di voto. Ed invero alcune evidenze empiriche hanno tentato di dimostrare una correlazione tra il dissenso raccomandato dai consulenti di voto in merito ad una determinata delibera e la corrispondente riduzione dei voti a favore della stessa <sup>298</sup>: circostanza che, in ogni caso, conferma l'opportunità di un'adeguata trasparenza negli assetti proprietari degli stessi consulenti di voto <sup>299</sup>.

Tra l'altro, oltre alla cennata funzione di riduzione dei costi transattivi connessi alla gestione della partecipazione per conto altrui, il ricorso ai servizi di *proxy advisory* aveva altresì assolto al diverso scopo di deresponsabilizzazione dei gestori nei confronti dei propri clienti, assecondato dalle interpretazioni fornite al riguardo dalla

---

<sup>297</sup> Così G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 382 s.; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 680; A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp. 759 ss., spec. p. 768, il quale, più in generale, osserva che i consulenti di voto si collocano su un piano metainformativo, «e, tuttavia, sono in grado di influire sull'informazione societaria stessa»; A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di interessi*, in *Contr. e impr.*, 2017, I, pp. 115 ss., spec. p. 117.

<sup>298</sup> Lo riportano G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 378 s., p. 386, p. 401 s.; N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 14 s., testo e nt. 90, precisando però come non sia pacifico, in seno alla dottrina statunitense, il riconoscimento circa l'esistenza di un'effettiva correlazione causale tra raccomandazione di voto del *proxy advisor* e esito della votazione assembleare.

<sup>299</sup> E v. *infra* nel testo, p. 125 s.

stessa *Securities and Exchange Commission* <sup>300</sup>. Successivamente, la *SEC* ha tuttavia mutato orientamento, da un lato, escludendo esplicitamente che l'adesione alle raccomandazioni di voto contribuisca alla formazione della prova liberatoria circa l'esonero da responsabilità nell'adempimento degli obblighi gestori e, dall'altro lato, imponendo l'iscrizione ad un albo, e dunque istituendo una riserva di attività, analogamente alle agenzie di rating, e introducendo specifici obblighi di monitoraggio in capo ai clienti che si avvalgono dei servizi in questione <sup>301</sup>.

Il legislatore europeo, forte della esperienza nordamericana, ha tuttavia adottato un approccio normativo differente, rinunciando alla istituzione di una specifica riserva di attività per i consulenti di voto, e facendo gravare «direttamente sui consulenti di voto specifici doveri ed obblighi di comportamento non solo informativi ma anche relativi alle modalità di svolgimento della propria attività» <sup>302</sup>, per vero abbastanza onerosi.

---

<sup>300</sup> V. ancora N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 8; A. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 763, p. 778, il quale osserva come ciò avesse determinato «che gli amministratori, fino a quel momento arbitri, pressoché assoluti, della gestione societaria, vedessero fortemente compromessi i propri poteri a favore di soggetti sostanzialmente esonerati da qualunque *accountability*».

<sup>301</sup> Cfr. le Linee Guida del 2014 dell'Autorità di vigilanza statunitense: e v. N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 8 s.; P. MONTALENTI, *Mercati finanziari*, cit., p. 958 s.; A. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 779.

<sup>302</sup> Così A. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 779, sia pure con riferimento alla proposta di direttiva europea. E v. l'art. 3-*undecies*, dir. 2017/828/UE, rubricato *Trasparenza dei consulenti di voto*, ove è stabilito che: *Gli Stati membri assicurano che i consulenti in materia di voto facciano riferimento al codice di condotta applicato e riferiscano in merito all'applicazione di tale codice di condotta. Qualora i consulenti in materia di voto non applichino un codice di condotta, ne illustrano in maniera chiara e motivata le ragioni. Qualora i consulenti di voto applichino un codice di condotta ma si discostino da una delle sue raccomandazioni, essi dichiarano da quali parti si discostano, forniscono spiegazioni a tale proposito, e indicano, se del caso, eventuali misure alternative adottate. Le informazioni di cui al presente paragrafo sono messe a disposizione del pubblico, gratuitamente, sui siti internet dei consulenti in materia di voto e sono aggiornate su base annuale. Gli Stati membri garantiscono che i consulenti in materia di voto, al fine di informare adeguatamente i loro clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, comunichino al pubblico su base annuale almeno tutte le informazioni seguenti in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto: a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; b) le principali fonti di informazione utilizzate; c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto, nonché le qualifiche del personale coinvolto; d) se e in che modo tengono conto delle condizioni giuridiche, regolamentari e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; f) se intrattengono un dialogo con le società oggetto delle loro ricerche; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse. Le informazioni di cui al presente articolo sono rese pubbliche sui siti internet dei consulenti in materia di voto e rimangono a disposizione gratuitamente per almeno tre anni a decorrere dalla data di pubblicazione. Non è necessario comunicare separatamente tali informazioni se esse sono a disposizione nel quadro della comunicazione di cui al paragrafo 1. Gli Stati membri assicurano che i consulenti in materia di voto individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle loro*



Nondimeno, dai numerosi obblighi di trasparenza posti in capo ai consulenti di voto sembra emergere in modo piuttosto evidente come il legislatore europeo abbia concepito il servizio in questione come un servizio normalmente standardizzato, che prescinde dalle concrete caratteristiche della società alla quale il cliente del *proxy advisor* partecipa, per appuntarsi piuttosto sulle politiche di investimento di quest'ultimo e sul mercato di riferimento.

Una fondamentale caratteristica del mercato del servizio di consulenza in materia di voto consiste poi nella sua struttura quasi oligopolistica, tanto che ciò ha spesso portato ad assimilarlo a quello delle agenzie di rating, e ad ipotizzare l'adozione di soluzioni normative analoghe a quelle scelte per quest'ultimo <sup>303</sup>, ed in particolare l'istituzione di una specifica riserva di attività.

A tale riguardo, non appare condivisibile la scelta del legislatore europeo di limitare il servizio ai consulenti di voto dotati di personalità giuridica, circostanza che, probabilmente, ostacola lo sviluppo concorrenziale del mercato della consulenza di voto, e che peraltro non è neppure giustificata da un regime di riserva di attività, come negli Stati Uniti <sup>304</sup>. Anzi, non sembra illogico ritenere che l'estensione del servizio di

---

*ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto e le azioni intraprese per eliminare, attenuare o gestire i conflitti di interesse reali o potenziali. Il presente articolo si applica anche ai consulenti in materia di voto senza una sede legale o una sede principale nell'Unione che svolgono le loro attività attraverso una sede ubicata nell'Unione.*

<sup>303</sup> È tuttavia osservazione frequente (cfr. tra gli altri M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 681; A. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 780) che la suddetta assimilazione tra consulenza di voto e rating sul merito creditizio sia indebita, in quanto profondamente diverso è l'oggetto della prestazione offerta: da un lato, valutazione sulla convenienza di una proposta di deliberazione, dall'altro lato, merito creditizio dell'emittente. Ne consegue che, nel primo caso, le più pressanti esigenze di tutela sembrano riguardare soprattutto i clienti dei *proxy advisors*, mentre nel secondo caso più in generale la stabilità del mercato. Tuttavia, come si osserverà nel prosieguo, la struttura proprietaria degli stessi consulenti di voto, e la molteplicità di servizi dagli stessi offerti, anche agli emittenti, pongono istanze di regolamentazione del possibile conflitto d'interessi anche in una prospettiva che trascende la posizione dei clienti dei consulenti di voto.

<sup>304</sup> Cfr. N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 26 s., la quale osservava infatti, quando la *SRDII* era ancora allo stadio di proposta di direttiva, come il possesso della personalità giuridica avrebbe dovuto essere accompagnato ad una riserva di attività, come garanzia di una certa solidità organizzativa. Sulla proposta di regolamentazione federale dei consulenti di voto negli Stati Uniti, a quanto risulta approvata al Congresso e in attesa di approvazione al Senato, cfr. A. BORSELLI, *Progetto di legge federale negli Stati Uniti per la regolazione dell'attività di proxy advisor*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 750 ss.

Peraltro, la dottrina ha fornito risposta negativa alla possibilità di considerare il servizio di consulenza in materia di voto alla stregua di una consulenza in materia di investimenti, attività riservata ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 4) direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II): cfr. N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 14 s.; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., pp. 681 ss., i quali osservano che la consulenza di voto difetta sia del carattere personalizzato, sia della riferibilità ad *una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario* ai sensi dell'art. 52 dir 2006/73/CE, ossia che riguardino l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari ovvero l'esercizio di diritti che ne comportino l'acquisto o la vendita. Cfr. però A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors*, cit., p. 130 s., p. 132, testo e nt. 52, che sottolinea come

consulenza di voto anche alle persone fisiche avrebbe potuto fungere da incentivo ad una maggiore personalizzazione delle raccomandazioni di voto, anche se una simile soluzione non sarebbe stata di certo coerente con i numerosi obblighi informativi poi introdotti dalla *SRDII*, che hanno reso sensibilmente più costoso il servizio di *proxy advisory*, non senza proteste da parte degli operatori del servizio in questione <sup>305</sup>, costituendo peraltro una notevole barriera all'ingresso. Infatti, come osservato poc'anzi, un dato pacifico circa le raccomandazioni di voto è il loro carattere tendenzialmente standardizzato, tanto che dallo stesso art. 3-*undecies*, dir. 2017/828/UE, emerge in modo netto che la personalizzazione delle stesse e l'instaurazione di un dialogo diretto con la società emittente sono trattate alla stregua di una mera eventualità.

Peraltro, occorre chiarire che, anche nell'ordinamento europeo, per pacifica opinione degli interpreti <sup>306</sup>, l'adesione alle raccomandazioni di voto formulate dai *proxy advisor* non dovrebbe esonerare da responsabilità il gestore nel caso in cui il diritto di voto connesso alle partecipazioni gestite sia stato esercitato con modalità tali da risultare svantaggioso per gli investitori. Sul punto, sarebbe tuttavia opportuno un chiarimento legislativo espresso, in quanto il tentativo di ricondurre il servizio di consulenza in materia di voto nell'ambito della esternalizzazione di funzioni essenziali o importanti di cui agli artt. 19 e 20 del Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia, che implicherebbe la persistente responsabilità del delegante, risulta frustrato dalla esplicita esclusione dei servizi di consulenza e di servizi standardizzati, quali normalmente sono le raccomandazioni di voto formulate dai *proxy advisors* <sup>307</sup>.

---

la raccomandazione di voto, su richiesta del cliente, possa essere individualizzata, e che il legislatore italiano, nel recepire la normativa europea, non ha riprodotto quella parte dell'art. 52 sopra richiamato che include solo le operazioni traslative degli strumenti finanziari gestiti, concordando tuttavia sul fatto che la riconduzione dei consulenti di voto nella riserva di attività in questione implicherebbe una valorizzazione forse eccessiva della «componente economica sottesa alla disponibilità del diritto di voto connesso a valori mobiliari emessi da società quotate», e auspicando, *de iure condendo*, l'istituzione di una specifica riserva di attività a beneficio del sistema finanziario complessivamente inteso.

<sup>305</sup> Cfr., in luogo di altri, H.U. WILSING, *Corporate Governance in Deutschland und Europa. Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, in *ZGR*, 2012, p. 306.

<sup>306</sup> Cfr. N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 25, la quale tuttavia osserva che la consulenza di voto non dovrebbe avere carattere standardizzato, e che inoltre l'esercizio del voto può avere ricadute significative sulle quote del fondo, e quindi dovrebbe costituire componente essenziale dell'attività di investimento effettuata dal gestore; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit. p. 680 s.; A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors*, cit., p. 125. In tema v. anche L. PICARDI, *Competenza gestoria degli amministratori e delega di funzione nella Sgr*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, pp. 61 ss.

<sup>307</sup> In luogo di altri, v. G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 393 s.

In ogni caso, l'eventuale responsabilità da scorretto esercizio del diritto di voto è una vicenda che rileva esclusivamente sul piano del rapporto gestorio, tra il gestore e i partecipanti al fondo, e non già sul piano del rapporto sociale con la società partecipata. In coerenza con la prospettiva che si è adottata nel presente lavoro, tuttavia, occorre chiedersi se l'attività dei consulenti in materia di voto possa in qualche misura influire proprio su quest'ultimo piano, nonostante la scelta abbastanza netta del legislatore europeo di esaurire la disciplina dei consulenti di voto sul piano della trasparenza e delle comunicazioni nei confronti dei propri clienti, trascurando per converso la loro possibile incidenza endosocietaria. Peraltro, l'influenza che i consulenti di voto hanno assunto nella formazione delle maggioranze assembleari, hanno indotto parte della dottrina a ricercare proprio sul piano del diritto societario i possibili rimedi a situazioni abusive, tentando di fondarne una responsabilità deliberativa ovvero di ravvisarvi una fattispecie di *empty voting*<sup>308</sup>.

Al riguardo, può tuttavia escludersi, proprio sul presupposto della netta separazione del piano societario da quello gestorio, la fondatezza di un'ipotetica responsabilità risarcitoria del consulente di voto nei confronti della società emittente per l'inesattezza delle raccomandazioni di voto formulate<sup>309</sup>, ed alternativamente ricavata dall'obbligo di buona fede sociale, che si estenderebbe al consulente di voto dell'azionista, ovvero dal contratto con effetti protettivi a favore del terzo, con la società emittente nella veste di terzo beneficiario<sup>310</sup>. Infatti, l'inesatto esercizio del diritto di voto inerente alle partecipazioni gestite per conto del fondo azionista è una vicenda che rileva esclusivamente sul piano del rapporto di gestione collettiva, in quanto il *proxy advisor* non intrattiene alcun rapporto con la società emittente<sup>311</sup>.

---

<sup>308</sup> H. FLEISCHER, *Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht*, in *AG*, 2012, p. 4; P. KLÖHN-H. SCHWARZ, *Die Regulierung*, cit., p. 10. *Contra*, v. incisivamente, G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 385, testo e nt. 34; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 673 s.

<sup>309</sup> In questo senso, cfr. K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, cit., p. 735 s.; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 675.

<sup>310</sup> In questo senso, cfr. C.F. VAUPEL, *Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater*, in *AG*, 2011, pp. 65 ss.

<sup>311</sup> Cfr. K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, cit., p. 735, la quale propone l'esempio di una proposta di deliberazione di aumento di capitale finalizzata ad un'acquisizione, che il consulente di voto abbia giudicato poco vantaggiosa, e che non abbia quindi raggiunto la maggioranza necessaria in virtù della sua raccomandazione di voto, salva la successiva certificazione circa la convenienza della operazione contrastata.

Proprio l'esame della figura del contratto con effetti protettivi verso il terzo appare un banco di prova privilegiato per la dimostrazione della tesi che si ritiene preferibile, in quanto della relativa fattispecie, nel caso in questione, mancano tutti gli elementi costitutivi. Innanzitutto, la *Leistungsnahe*, in quanto il consulente di voto è soltanto debitore di una diligente raccomandazione di voto a beneficio dell'azionista committente, il cui criterio di valutazione esclusivo è fornito dall'interesse di quest'ultimo<sup>312</sup>, che può peraltro variare in ragione delle politiche di investimento, dell'entità della partecipazione, dell'orizzonte d'investimento, insomma delle sue concrete caratteristiche, confermandosi così che la posizione della società partecipata appartiene ad un piano differente, ed esterno, a quello del rapporto intrattenuto tra consulente di voto e azionista; in secondo luogo, difetta anche il requisito della *Gläubigernähe*, ossia l'assimilazione della posizione del terzo a quella del creditore principale, in quanto nel caso in questione essi si trovano in una posizione addirittura antitetica, di asimmetria informativa, che lo stesso consulente di voto è chiamato a risolvere a beneficio del secondo<sup>313</sup>. In coerenza con quanto appena osservato, l'esercizio del voto da parte della Sgr su indicazione del consulente di voto non è neppure suscettibile di venire in considerazione quale azione di concerto rilevante ai fini della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto *ex art. 101-bis*, comma 4, Tuf, in quanto l'adesione alle raccomandazioni di voto non costituisce 'accordo' ma mero avallo di una proposta, mancando altresì la necessaria finalità di acquisizione<sup>314</sup>.

Ed invero il peculiare ruolo del consulente di voto può assumere specifica rilevanza dal punto di vista societario nella misura in cui possa per conto proprio, ossia nel perseguimento di un proprio interesse imprenditoriale o del gruppo di appartenenza, arrecare un danno alla società emittente. Sul punto, occorre pertanto

---

<sup>312</sup> G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 377, ove l'A. afferma che le raccomandazioni sono «orientate esclusivamente all'interesse dell'investitore cliente, e per esso dei beneficiari economici ultimi delle risorse gestite».

<sup>313</sup> Nella risoluzione di tale condizione di asimmetria informativa consiste essenzialmente la funzione c.d. di *screening* dei consulenti di voto: e cfr. ancora K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, cit., p. 736 s., laddove la mancanza dei due elementi indicati nel testo esclude la rilevanza della verifica circa la sussistenza dell'ultimo eventuale requisito, quello della *Schutzwürdigkeit des Dritten und Erkennbarkeit*. E in senso analogo v. anche M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 680.

<sup>314</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 675, e con riferimento al diritto tedesco v. U. SCHNEIDER-H. ANZINGER, *Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru's enormous clout“*, in *NZG*, 2007, p. 94; H. FLEISCHER, *Zur Rolle*, cit., p. 6; K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, cit., p. 741; U. SCHNEIDER, *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, in *ZGR*, 2012, pp. 519 ss., spec. p. 531.

distinguere le diverse ipotesi conflittuali dei consulenti in materia di voto, individuate dalla dottrina, per verificarne l'impatto in una prospettiva endosocietaria.

Innanzitutto, i consulenti di voto possono offrire diversi servizi di consulenza, sia agli investitori, sulla convenienza delle delibere proposte in seno alla società da essi partecipata, che è il servizio tipicamente svolto, sia agli stessi emittenti, questa volta sulle politiche di governo societario. Si pone pertanto il rischio che il *proxy advisor*, pur di preservare l'incarico di consulenza con l'emittente, avalli, in qualità di consulente dei suoi stessi azionisti, le delibere proposte dal consiglio di amministrazione, ovvero che l'emittente ingaggi il *proxy advisor* proprio con la prospettiva premiale della stipulazione di un ricco contratto di consulenza, per assicurarsene la fedeltà in assemblea<sup>315</sup>. In questo caso, tuttavia, il conflitto d'interessi rileva essenzialmente rispetto ai clienti, rendendo lecito ipotizzare una responsabilità risarcitoria nei loro confronti per inadeguata gestione dei conflitti d'interessi. Ed in senso analogo, vanno considerate alla stregua di conflitti d'interessi rilevanti esclusivamente sul piano gestorio le ipotesi in cui il consulente di voto sostenga «le proposte di deliberazione congeniali alla quota più significativa della loro clientela (per esempio i fondi pensione), sacrificando le ragioni di clienti investitori di altra natura»<sup>316</sup>.

Il rischio che si presenti un'analogia situazione di conflitto d'interessi si pone allo stesso modo nel caso in cui l'azionista di maggioranza della stessa società di consulenza nel voto partecipi anche all'emittente valutato, poiché in questo caso egli sarà senz'altro orientato a fornire le raccomandazioni di voto nel senso conveniente al proprio azionista di maggioranza, eventualmente anche a scapito della società partecipata. Peraltro, non si tratta di una mera ipotesi di scuola, essendo cognizione diffusa che i principali consulenti in materia di voto siano direttamente controllati da importanti investitori istituzionali<sup>317</sup>.

---

<sup>315</sup> Cfr. G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 391; N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 16; M. MAUGERI, *Proxy advisors*, cit., p. 674 s.; M. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 772 s.; A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors*, cit., pp. 126 ss.

<sup>316</sup> Così N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit. p. 17; e in senso analogo v. G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, cit., p. 390 s.

<sup>317</sup> Le due maggiori *proxy advisory firms* statunitensi, che a loro volta operano anche nell'Unione Europea tramite società controllate *Institutional Shareholder Services (ISS)* e *Glass Lewis & Co.* sono controllate rispettivamente dal fondo di *private equity* Vestor Capital (lo riporta A. MORINI, *Proxy advisors*, cit., p. 770) e dai fondi pensione degli insegnanti dell'Ontario e dalla *Alberta Investment Management Corporation* (così N. CIOCCA, *I consulenti di voto*, cit., p. 17; anche se U. SCHNEIDER,

Tale ordine di conflitto d'interessi può dunque fondare una pretesa risarcitoria nei confronti del consulente di voto in una duplice direzione. Da un lato, rispetto ai clienti svantaggiati dal consulente di voto, il quale abbia perseguito, nel formulare una raccomandazione di voto, l'interesse esclusivo del *proprio* azionista di maggioranza-cliente, trovandosi pertanto in una condizione di conflitto d'interesse per conto proprio, e trascurando la necessaria diligenza da osservare nei confronti dei primi nella gestione dei conflitti d'interesse.

La seconda ipotesi, che può anche sovrapporsi alla prima, è che, in ossequio ad una direttiva proveniente dalla propria capogruppo o dal proprio azionista di maggioranza, la società di consulenza abbia arrecato un danno al patrimonio della società emittente, nel perseguire, in sostanza, un proprio interesse 'personale', o meglio imputabile al gruppo cui appartiene, in conflitto con quello della partecipata in una specifica deliberazione assembleare. Tale sembra essere l'unica situazione in cui l'attività del *proxy advisor* possa effettivamente incidere sul piano sociale, e suscettibile di concretizzarsi in una duplice fattispecie risarcitoria: verso i propri clienti e verso la società partecipata.

In conclusione, la rassegna operata dovrebbe servire a dimostrare che anche il ruolo dei consulenti in materia di voto, analogamente al generale problema del dovere di voto per conto dei fondi, posto in capo alla Sgr, si colloca su un piano parallelo ma distinto rispetto a quello sociale, ovvero sul piano del rapporto gestorio. L'esercizio del diritto di voto nell'esclusivo interesse dei clienti è pertanto un dovere di comportamento che rileva esclusivamente verso i partecipanti al fondo che, sia quando assolto autonomamente dal gestore, sia quando adempiuto con l'eventuale ausilio di un consulente di voto, deve essere risolto sul piano eminentemente organizzativo e contrattuale, potendo assumere rilevanza soltanto nel caso in cui il gestore o il suo consulente abbiano perseguito, nell'esercitare (o nel raccomandare) il voto per conto di altri, un interesse proprio o terzo.

---

*Abgestimmtes Verhalten*, cit., p. 526, qualche anno prima riportava invece che Glass Lewis fosse una società controllata da Morgan Stanley Capital International).

## CAPITOLO QUARTO

### ATTIVITÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO E DISCIPLINA DEL CONTROLLO

SOMMARIO: 1. *Il divieto di disaggregazione.* – 2. *Le ragioni dell'introduzione del divieto.* – 3. *L'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo.* – 4. *Le conseguenze in caso di violazione.* – 5. *Conclusioni: l'asset stripping nel dibattito sugli interessi nella società.*

#### 1. *Il divieto di disaggregazione*

Come già anticipato in sede di inquadramento normativo, nell'ambito della tematica della partecipazione sociale detenuta per conto dei fondi comuni di investimento un aspetto meritevole di approfondimento è quello contenuto nella disciplina espressa dalla c.d. *asset stripping rule*. Si è visto che essa consiste nel divieto, rivolto ai gestori di fondi di investimento alternativi, di cui alla AIFMD, di favorire in alcun modo la *disaggregazione* del patrimonio della società da essi partecipata<sup>318</sup>. La regola in esame, prevista all'art. 30 della Direttiva, recepita negli artt. 45-46, T.U.F., e precisata nei contenuti dall'art. 28-*quaterdecies* del Regolamento Consob n. 11971/1999, pone a carico del gestore di fondi di investimento alternativi che abbia acquisito, per mezzo di uno o più Fia gestiti, il controllo di una società non

---

<sup>318</sup> Sul divieto di *asset stripping*, nella dottrina italiana cfr. M. CIAN, *I Fia*, cit., pp. 293 ss., spec. pp. 306 ss., il quale infatti nota significativamente che «il divieto rappresenta senza dubbio la linea del fronte più avanzata della disciplina speciale, quanto ai rapporti con la società partecipata»; L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., pp. 189 ss.; e per una prima sintetica descrizione della disciplina G. GIUSTI, *Private equity deal making post-AIFMD: asset stripping rules*, in *dirittobancario.it*, 2014. Nella dottrina tedesca, cfr. T. MÖLLERS-A. HARRER-T. KRÜGER, *Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM Richtlinie*, in *WM*, 2011, pp. 1537 ss.; M. SÖHNER, *Beteiligungstransparenz, Hebelfinanzierung und asset stripping nach der AIFM-Richtlinie*, in *WM*, 2011, pp. 1125; D. ZETSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds*, in *NZG*, 2012, pp. 1164 ss.; W. WEITNAUER, *Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche*, in *AG*, 2013, pp. 672 ss.; SCHRÖDER-RAHN, *Das KAGB und Private-Equity-Transaktionen – Pflichten für Manager von Private-Equity-Fonds und deren Verwahrstellen*, in *GWR*, 2014, pp. 52 ss. V. inoltre C. CLERC, *The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetsche, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 649 ss.; C. THIERMANN, *Beschränkungen von Leveraged Buy-Outs durch das Asset Stripping Verbot des § 292 KAGB?*, in *NZG*, 2016, pp. 335 ss.

Inoltre, per il contrasto a possibili operazioni di *asset stripping* con gli strumenti forniti dal diritto azionario tedesco, cfr. già M. LUTTER, *Vermögensveräußerungen einer abhängigen Aktiengesellschaft – Haftungsrisiken beim 'asset stripping'*, in *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, Hrsg. J. Baur-K. Hopt, Berlin, 1990, pp. 125 ss. E v. anche M. LUTTER-H. WAHLERS, *Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts*, in *AG*, 1989, pp. 1 ss.

quotata o di un emittente, per i ventiquattro mesi successivi alla acquisizione del controllo, il divieto di: *i*) facilitare, sostenere o istruire (riprendendo la formula utilizzata dal legislatore europeo) alcuna distribuzione, riduzione di capitale, rimborso di azioni e/o acquisto di azioni proprie da parte della società partecipata; *ii*) votare a favore della distribuzione, della riduzione di capitale, del rimborso di azioni e/o dell'acquisizione di azioni proprie da parte della società; e nel precetto di *iii*) adoperarsi al meglio per impedire le distribuzioni, le riduzioni di capitale, i rimborsi di azioni e/o le acquisizioni di azioni proprie da parte della società.

La disciplina accennata appare innovativa sia dal punto di vista della disciplina societaria, in quanto impedisce una specifica condotta alla Sgr per conto del Fia socio in quanto tale, istituendo una disciplina 'speciale' del controllo, sia dal punto di vista sistematico, introducendo una norma che funzionalizza la posizione di quel socio rispetto ad una configurazione dell'interesse della società partecipata come interesse alla valorizzazione di lungo termine dell'impresa sociale. Ciò pone numerosi e interessanti quesiti.

Innanzitutto, non sembra superfluo domandarsi quale esigenza di ordine economico generale abbia indotto il legislatore europeo a introdurre una così penetrante intrusione nell'esercizio dei diritti sociali da parte dei gestori di fondi di investimento alternativi. Si pone quindi la necessità di inquadrare la disciplina speciale europea rivolta ai gestori di fondi alternativi in caso di acquisto del controllo, per poi passare a individuare più precisamente l'ambito di applicazione soggettivo del divieto in esame, sia rispetto ai gestori destinatari, sia rispetto alle società partecipate da esso interessate.

In secondo luogo, occorre definirne l'ambito di applicazione oggettivo, ossia, da un lato, le operazioni sul patrimonio sociale che risultino effettivamente soggette al divieto di disaggregazione, e, inoltre, gli effetti giuridici e le conseguenze, dal punto di vista societario, che derivano dalla sua violazione. Infatti, seppure la disposizione sembri rivolgere il divieto prevalentemente al gestore 'in quanto socio', quindi come votante nell'assemblea della società partecipata, con relativa impugnabilità *ex art. 2377, c.c.*, della delibera adottata in violazione del divieto, la disciplina parrebbe aprire orizzonti più ampi, poiché l'obbligo di fare quanto possibile per impedire il compimento di quelle operazioni presenta forti analogie con la disposizione di cui



all'art. 2392, comma 2, c.c., ponendosi quindi il quesito sulla responsabilità degli amministratori nominati dal gestore di fondi alternativi di fronte ai soci della partecipata. Inoltre, poiché un presupposto imprescindibile, ai fini dell'applicazione del divieto di *asset stripping*, è l'acquisto del controllo, va approfondita anche la possibilità di sussumere le condotte del Gefia, poste in violazione del divieto stesso, nella fattispecie di responsabilità di cui all'art. 2497 c.c., potendosi anticipare al riguardo che le condotte vietate dalla AIFMD sembrano ricadere pienamente in quella fattispecie di responsabilità, nella misura in cui si ritiene ammissibile che il Gefia, la società partecipata ed (eventualmente) il Fia gestito possano far parte di un medesimo gruppo.

In chiusura, si dedicheranno alcune riflessioni conclusive alla contestualizzazione della disposizione in esame nell'ambito del dibattito, attualmente in fermento, relativo alla dialettica fra interessi nell'impresa societaria<sup>319</sup>.

## 2. Le ragioni dell'introduzione del divieto di disaggregazione

Negli anni immediatamente precedenti all'inizio della grande crisi economica, in diversi paesi membri dell'Unione Europea si discuteva dei potenziali effetti

---

<sup>319</sup> Infatti, sembra che il divieto di *asset stripping* ponga un limite ad una concezione dell'impresa calibrata esclusivamente sull'interesse egoistico di una particolare categoria di soci, aggiungendo così un tassello importante al complesso di regole rivolte al bilanciamento fra gli interessi egoistici del singolo socio, o anche di tutti i soci, e interessi diversi, eventualmente anche esterni alla compagine sociale, cioè imputabili ai c.d. *stakeholders* (cfr. sul punto M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *La responsabilità sociale dell'impresa. In ricordo di G. Auletta*, Torino, 2013, a cura di Di Cataldo-Sanfilippo, spec. pp. 15 ss., sulle risposte di diritto positivo, sul piano comparato, alle esigenze sollevate dalla teoria della *corporate social responsibility*). Infatti, negli ultimi anni, e specialmente a partire dall'inizio della grande crisi economica, è tornato in auge, sia pure in termini differenti, il dibattito che, secondo la dottrina tradizionale, vedeva contrapposti contrattualismo e istituzionalismo, vale a dire tra concezioni dell'impresa sociale che tendano, rispettivamente, a individuarne lo scopo nel perseguimento del lucro per gli azionisti, ovvero che ne pongano in rilievo anche la valenza pubblicistica dal punto di vista della produzione: e per i termini tradizionali del dibattito, cfr. per tutti P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *passim*.

Ebbene, la rinnovata attenzione per l'interesse sociale parrebbe giustificarsi sia, come appena accennato, per la recente crisi economica globale, che alcuni Autori imputano, in generale, proprio alla concezione che tende all'esclusiva valorizzazione del valore di mercato delle azioni (e cfr. L. STOUT, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and The Public*, San Francisco, 2012, *passim*), sia per le pressanti istanze di sostenibilità ambientale, occupazionale, e di conservazione degli assetti produttivi, che pretendono una rivisitazione del dogma del valore per gli azionisti, a beneficio di una concezione dell'impresa che tenga maggiormente conto del suo impatto sull'ambiente nel quale opera. Ciò parrebbe a sua volta un riflesso della crisi dei moderni Stati di *welfare* e delle relative difficoltà nel farsi carico delle esigenze dei cittadini, con la conseguente incentivazione di una funzione 'sociale' della grande impresa: sottolinea questo aspetto, ad esempio, il recente studio di U. TOMBARI, "*Potere*" e "*interessi*", cit., spec. p. 73.

distorsivi sul mercato dei capitali dell'attività di investimento condotta da parte dei fondi di *private equity*. Come si è avuto modo di rilevare nella prima parte del lavoro, l'esplosione di questo particolare settore della gestione collettiva del risparmio si è tradotta, dal punto di vista normativo, nella sua inclusione nella relativa riserva di attività, laddove il duplice dato caratteristico di questo tipo di fondi consiste, in primo luogo, nell'operare sul mercato dei capitali privati, quindi investendo essenzialmente in società non quotate e, in secondo luogo, nel fatto di operare anche attraverso l'acquisizione di partecipazioni di controllo, contrariamente agli organismi tradizionali di gestione collettiva, e in particolari agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari 'aperti' di cui alla Direttiva UCITS, che si caratterizzano per l'elevata diversificazione degli investimenti attraverso l'acquisto di partecipazioni di minoranza. Pertanto, l'attività di investimento condotta per conto dei Fia, pur avendo una finalità essenzialmente finanziaria, cioè diretta allo scopo dell'investimento per la successiva rivendita della partecipazione, potrebbe comunque essere mediata da un'attività di carattere eminentemente industriale, non diversamente dalle società *holding*, che però tipicamente detengono le partecipazioni in una prospettiva di valorizzazione industriale di lungo termine <sup>320</sup>. Inoltre, secondo una tendenza riscontrata dapprima negli Stati Uniti, e successivamente anche in Europa, l'acquisto di partecipazioni di maggioranza nelle società partecipate connota l'attività sia dei fondi speculativi, c.d. fondi *hedge*, che dei fondi di *private equity*, i cui modelli andrebbero dunque verso una sempre maggiore convergenza <sup>321</sup>.

---

<sup>320</sup> Peraltro, la differenza tra attività di investimento in partecipazioni a scopo finanziario e a scopo industriale, apparentemente netta in astratto, non sempre affiora con altrettanta chiarezza sul piano pratico, il che suscita perplessità sulla *ratio* della esenzione dalla riserva di attività di cui all'art. 32-*quater*, comma 2, lett. d), T.U.F., di cui beneficiano le società di partecipazione finanziaria: sottolineano il punto F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 47 s.; E. BARCELLONA, *La gestione*, cit., pp. 45 ss. Cfr. inoltre, rispetto alla disciplina europea, D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1170, il quale nota criticamente la discriminazione tra società holding, società operative e fondi sovrani (che a volte agiscono per conto di Stati autoritari), che, potendo svolgere quella medesima attività, non rientrano nell'ambito di applicazione della AIFMD, rispetto ai 'Fondi di investimento alternativi', che costituisce peraltro una formula riassuntiva per indicare una gran varietà di organismi di investimento, tra i quali anche fondi pensionistici o assicurativi, invece soggetti alle limitazioni di cui agli artt. 26 ss. AIFMD; così anche D. ZETZSCHE-C. PREINER, *Scope of the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive* <sup>2</sup>, a cura di D. Zetsche, Alphen aan den Rijn, 2015, p. 78 s.

<sup>321</sup> Lo riporta, tra gli altri, U. SCHNEIDER, *Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity*, in *NZG*, 2007, p. 888.

La piazza in cui operano tali organismi di investimento è rappresentata dal c.d. “terzo” mercato dei capitali, quello delle società non quotate, in cui i destinatari degli investimenti sono i più vari: società di nuova costituzione, società bisognose di capitali freschi per finalità di risanamento, imprese familiari alle prese con problemi di successione e in cerca di nuovi investitori, ovvero ancora società figlie la cui attività non rientri più nei piani industriali della capogruppo.

Ebbene, l’apporto di capitali da parte dei fondi di investimento suddetti, nella normalità dei casi provoca degli indubbi effetti benefici sulle società partecipate, specie qualora lo scopo dell’acquisto e della successiva rivendita della partecipazione si traduca in un piano di investimento di lungo termine, finalizzato alla valorizzazione strutturale della partecipata.

Tuttavia, accanto a questo virtuoso modello di investimento in società di recente costituzione, o comunque bisognose di capitali, se ne era andato diffondendo uno rivolto, viceversa, all’acquisto di partecipazioni in società fortemente capitalizzate, in cui i fondi di investimento in questione non si presentavano tanto come apportatori di capitali freschi, quanto come meri acquirenti di partecipazioni. Inoltre, e soprattutto, i fondi in questione perseguivano prospettive di breve termine, dettate dalla necessità di assicurare ai propri investitori ritorni adeguati, e a scadenze predefinite, di modo che la loro partecipazione in società non quotate non risultava finalizzato al potenziamento delle stesse, ma alla sistematica spoliazione del patrimonio sociale. Di frequente si allude ai fondi che perseguono simili strategie di investimento come ai fondi ‘locusta’<sup>322</sup>, che agirebbero in vista di un *superreturn*, vale a dire della massima rendita nel più breve tempo possibile, attraverso una pluralità di misure dirette alla distribuzione di dividendi straordinari. Il reperimento della

---

<sup>322</sup> V., per il relativo dibattito in Germania, tra gli Autori più scettici sugli effetti positivi dei fondi di partecipazione in capitali privati U. SCHNEIDER, *Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? – Die sieben Halbwahrheiten über die “neuen Investoren”*, in *AG*, 2006, pp. 577 ss., in cui l’A. descrive criticamente le sette ‘mezze verità’ sui fondi di investimento alternativi (intendendo per tali indistintamente i fondi speculativi e di *private equity*), tra le quali, particolarmente incisiva la riflessione critica sul terzo ‘luogo comune’, secondo il quale gli investitori in questione porterebbero sempre capitali freschi utilmente investibili per lo sviluppo dell’impresa. Secondo l’A., in molti casi il fondo non apporta nuovi capitali: certamente chi compra una partecipazione (di controllo) deve pagarne il prezzo, ma il problema sarebbe dettato dal fatto che questi fondi spesso finanzierebbero l’acquisto con il capitale proprio della società *target*, secondo lo schema del *merger leveraged buy out*. Cfr. Altresi C. KUMPAN, *Private Equity und der Schutz deutscher Unternehmen*, in *AG*, 2007, pp. 461 ss.; M. SCHÄFER, *Die Wahrheit über die Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die deutsche AG umbauen*, Frankfurt am Main, 2007, spec. pp. 12 ss., ove l’A. descrive l’aspro confronto sul piano politico; S. TANCREDI, *Die Regulierung*, cit., pp. 6 ss.

liquidità necessaria per operare simili ripartizioni di risorse avverrebbe attraverso il rastrellamento delle riserve e degli accantonamenti delle partecipate, ovvero con l'alienazione di immobili, beni aziendali, società figlie e, da ultimo, con l'indebitamento <sup>323</sup>. Tale attività speculativa, nota come *cash in and run*, si concluderebbe con la quotazione sul mercato della società, indebitata e indebolita, ovvero con la sua cessione al *management (management buy out)* <sup>324</sup>. Peraltro, il fatto che molte di queste acquisizioni venissero attuate con il meccanismo del *leveraged buy out*, era indicativo del coinvolgimento del sistema bancario, che forniva il capitale di credito necessario per l'acquisizione stessa, ma anche per il finanziamento della successiva attività industriale, contribuendo così all'elevato ammontare di leva finanziaria gravante sulle stesse società partecipate <sup>325</sup>.

Alcuni casi concreti avevano inoltre confermato la fondatezza delle preoccupazioni sugli effetti negativi del *modus operandi* dei fondi di *private equity* sulle imprese finanziate <sup>326</sup>, mentre la crisi finanziaria esplosa nel biennio 2007-2008

---

<sup>323</sup> Cfr. ancora U. SCHNEIDER, *Missbräuchliches Verhalten*, cit., pp. 888 ss., il quale, individuando tra le varie possibili condotte di *asset stripping* il *leveraged buy out*, proponeva di introdurre limitazioni sia a forme abusive di acquisizione con indebitamento, sia rispetto alla distribuzione di dividendi straordinari. Tale risposta normativa sarebbe stata dettata dalla preoccupazione di tutelare non solo i soci e i creditori, ma lo stesso modello di mercato che avrebbe potuto essere posto in pericolo dalla diffusione di quel tipo di operazioni, che anzi, secondo l'A., già avevano perso il loro carattere episodico, presentandosi come «una prassi endemica distruttiva del mercato, dei suoi partecipanti e del sistema concorrenziale», concludendo poi nel senso che «tale condotta dei 'nuovi investitori' non costituisce semplice esercizio dei loro diritti di proprietari e di soci, valicando i confini della libertà dell'agire sociale».

V. però, in senso contrario, C. KUMPAN, *Private Equity*, cit., pp. 461 ss., il quale passa in rassegna le disposizioni allora vigenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti d'America in tema di limiti alla *financial assistance*, distribuzione di maxidividendi e di sovraindebitamento, constatando però la maggiore rigidità della disciplina tedesca rispetto a queste ultime, e giungendo così alla conclusione per la quale non fosse necessario inasprirla ulteriormente.

<sup>324</sup> Cfr. W. WEITNAUER, *Management-Buy-Out* <sup>2</sup>, München, 2013, p. 182.

<sup>325</sup> E v. infatti T. HODGE, *The Alternative Investment Fund Managers Directive. The European Union Gives Private Equity Managers The "Social Market Economy" Treatment*, in *North Carolina Banking Institute*, n. 18, 2014, p. 323, il quale, sia pure in una prospettiva critica della AIFMD, osserva che «private equity is controversial because of the scale of the industry, its use of leverage, its perceived short-termism, and its lack of disclosure».

<sup>326</sup> Cfr. U. SCHNEIDER, *Missbräuchliches Verhalten*, cit., p. 888 s., T. MÖLLERS-A. HARRER-T. KRÜGER, *Die Regelung*, cit., p. 1540, i quali riportano alcuni casi di *cash in and run*, in cui le esigenze di breve termine di fondi di investimento speculativi si sono tradotte in condotte parassitarie e lesive dell'integrità del patrimonio sociale. Tra gli altri, quello del gruppo danese delle telecomunicazioni TDC, acquisito da un gruppo di fondi per 14,5 miliardi di euro nel 2006, i quali avevano poi deliberato una distribuzione di dividendi per 5,6 miliardi, pari a 28 euro per azione, a fronte di un normale dividendo distribuito pari a 56 centesimi di euro per azione. Vedi inoltre, nella stampa generalista, l'articolo a firma di Susanne Preuss *Permira kam, sah und nahm*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 13.3.2008, in cui si riporta il caso del fondo Permira che, dopo aver acquisito una partecipazione di controllo di Hugo Boss aveva deliberato la distribuzione di 300 milioni di euro a titolo di dividendi

ha avviato un'intensa stagione di riforme legislative, che ha riguardato anche la gestione collettiva del risparmio, nel diffuso convincimento del ruolo svolto dai fondi *hedge* e di *private equity*, in particolare per il loro massiccio ricorso alla leva finanziaria, nei fallimenti bancari che hanno innescato la crisi stessa<sup>327</sup>.

Tali riserve strutturali, più o meno fondate, sulla attività di investimento dei fondi suddetti, che ha posto in evidenza la necessità di una sistemazione normativa della vastissima categoria dei fondi di investimento non ricompresi nella direttiva UCITS, hanno suscitato un acceso dibattito in seno alle istituzioni europee, soprattutto su impulso della componente socialista del Parlamento Europeo, e probabilmente acuito dalla congiuntura economica negativa<sup>328</sup>. Ebbene, l'introduzione della disciplina sugli obblighi del gestore di fondi di investimento alternativi, in caso di acquisizione del controllo sulle società non quotate di cui agli art. 26 ss. AIFMD, e in particolare all'art. 28, sugli obblighi di *disclosure* da adempiere in seguito all'acquisto di partecipazioni rilevanti, e dell'art. 30, rubricato *disaggregazione delle attività*,

---

speciali, e l'articolo a firma di Adriano Bonafede in *Repubblica* dell'11 maggio 2009, dal titolo *Fondi locusta, ora i debiti schiacciano le imprese*.

<sup>327</sup> Così E. BARCELONA, *La gestione*, cit., p. 53, ove si legge che negli Stati Uniti sia diffusa «la convinzione che, soprattutto a seguito del superamento del regime di netta separazione fra le attività di banca commerciale (assunzione di depositi dal pubblico e concessione di prestiti alle imprese) e quelle di *merchant banking* (assunzione di partecipazioni anche di controllo e successiva loro valorizzazione) – separazione istituita dal ben noto *Glass-Steagall Act* coevo alla grande legislazione rooseveltiana dei mercati finanziari (la legge infatti è del 1933) –, i fondi di *private equity* abbiano significativamente contribuito all'esacerbazione del c.d. rischio sistemico», e segnatamente a causa della «relazione simbiotica fra sistema bancario, da una parte, e un mondo di *hedge funds* non regolati [...] dall'altra», in quanto «il fallimento di un *hedge fund* che sia stato significativamente finanziato da una grande banca, sia sotto forma di *equity* (sottoscrizione delle quote), sia sotto forma di *debt* (“classico” finanziamento creditizio), espone al rischio di *default* anche la grande banca investitrice (proprio in ragione del legame siamese fra il primo e la seconda)». L'A. nota inoltre che il legislatore statunitense, con il *Dodd Frank Act*, che costituisce la risposta normativa nordamericana speculare alla AIFMD, malgrado le premesse di cui al testo, non sia intervenuto proprio rispetto all'introduzione di limiti al ricorso alla leva finanziaria da parte dei fondi in questione.

<sup>328</sup> Cfr., sul dibattito sorto in seno alle istituzioni europee sulla necessità di regolamentazione degli *hedge funds* e dei fondi di *private equity*, D. ZETSCHE, *Die Europäische Regulierung von Hedgefonds und Private Equity – ein Zwischenstand*, in *NZG*, 2009, pp. 692 ss., e l'esauriente resoconto di C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., pp. 649 ss., soprattutto sulle proposte avanzate nel c.d. *Rasmussen Speech*, dal nome dell'allora Presidente del Partito Socialista Europeo, nel corso della *High-Level Conference on Private Equity and Hedge Funds*, organizzato dalla Commissione Europea il 26-27 febbraio 2009; v. anche S. TANCREDI, *Die Regulierung*, cit., pp. 6 ss. Peraltro, l'A. sottolinea che il divieto di *asset stripping*, così come formulato, costituisce il compromesso trovato tra le diverse fazioni politiche del Parlamento Europeo, laddove i più critici osservatori dell'attività svolta dai fondi di *private equity* avevano proposto alcune limitazioni molto più pervasive di quelle poi introdotte, tra le quali l'introduzione di un limite generale al grado di indebitamento nell'acquisizione di imprese, ovvero l'introduzione di meccanismi di *comply or explain* in caso di cessione di beni aziendali o di riduzioni di capitale, fino all'affermazione di un meccanismo di responsabilità illimitata in caso di fallimento della società partecipata, ovvero, infine, di un obbligo positivo del gestore a perseguire l'interesse di lungo termine della società stessa.

rappresenta la risposta normativa europea alla avvertita esigenza di porre un limite al *modus operandi* dei gestori di fondi di investimento alternativi.

### 3. *La disciplina speciale del controllo*

La disciplina di cui agli artt. 26 ss., *AIFMD*, dal punto di vista sostanziale, si compone di due parti.

La prima, che in questa sede merita di essere soltanto accennata, impone una serie di obblighi di comunicazione ai Gefia che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo in società non quotate o emittenti, ai sensi del combinato disposto dell'art. 26, paragrafi 1 e 5, *AIFMD*, recepito nell'ordinamento italiano agli artt. 45-46, Tuf<sup>329</sup>. Peraltro, è da tenere presente che l'art. 28, paragrafo 1, della Direttiva, nell'individuare i destinatari necessari dell'obbligo di comunicazione suddetto, contempla soltanto la società partecipata, i suoi soci, e l'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine del Gefia<sup>330</sup>. Viceversa, la previsione di un obbligo di comunicazione delle medesime informazioni all'autorità di vigilanza dello Stato membro nel quale ha sede la società della quale il Gefia abbia acquisito partecipazioni rilevanti o di controllo è puramente eventuale, in quanto il legislatore europeo si è limitato a rimettere ai singoli Stati membri la libera possibilità di introdurlo<sup>331</sup>.

Sul punto, innanzitutto, a quanto risulta né il legislatore italiano, né quello tedesco, si sono avvalsi di tale facoltà e, in secondo luogo, le disposizioni di vigilanza appaiono mal concepite, in quanto non si comprende per quale motivo il gestore debba informare, eventualmente, l'autorità del proprio Stato di origine dell'acquisto del

---

<sup>329</sup> In particolare, l'art. 45 comma 1, T.U.F., dispone che *le Sgr comunicano alla Consob il raggiungimento, il superamento o la riduzione al di sotto delle soglie del 10%, 20%, 30%, 50% e 75% dei diritti di voto in una società non quotata in conseguenza dell'acquisto, della detenzione o della cessione di partecipazioni al capitale sociale da parte del FIA italiano, del FIA UE o non UE da esse gestito. Tale comunicazione è effettuata entro dieci giorni lavorativi dalla data dell'operazione*, mentre al comma 2 sono prescritti gli obblighi di comunicazione in caso di acquisto della maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili in assemblea: v. nota successiva.

<sup>330</sup> Cfr., per l'ordinamento italiano, l'art. 45, comma 2, lett. a), b), c), T.U.F., e l'art. 28-*undecies*, Reg. Emittenti Consob. Peraltro, rispetto a quest'ultima norma regolamentare, è interessante notare come essa, in ossequio all'art. 45, comma 5, lett. b), T.U.F., arricchisca il contenuto dell'obbligo di comunicazione nei confronti della società partecipata non quotata e dei suoi soci, prevedendo la disposizione che impone di rendere note *le sue intenzioni all'attività futura della società di cui ha acquisito il controllo e alle ripercussioni probabili sull'occupazione nonché qualsiasi modifica delle condizioni di lavoro*.

<sup>331</sup> V. l'art. 28, paragrafo 1, nella parte in cui stabilisce che *gli Stati membri possono prescrivere che le informazioni di cui al paragrafo 2 siano inoltre messe a disposizione delle autorità nazionali competenti della società non quotata*.

controllo di una società avente sede in un altro Stato membro <sup>332</sup>. Inoltre, l'effettività dell'obbligo di comunicazione in questione appare ulteriormente inficiata dal fatto che esso riguarda anche le società non quotate (escluse però le PMI), quindi società che fisiologicamente non soggiacciono ad un sistema di vigilanza pubblica.

Per quanto attiene al contenuto del divieto di *asset stripping*, esso si dirama, come accennato, dalle disposizioni europee (v. art. 30, *AIFMD*, e *considerando 57*) a quelle nazionali primarie (art. 45-46 Tuf), fino a quelle interne regolamentari di cui all'art. 28-*quaterdecies*, Reg. emittenti, che pongono la relativa disciplina di dettaglio <sup>333</sup>. In particolare, la Sgr che acquisisce mediante più Fia, UE o non UE, il controllo di una società non quotata o di un emittente, deve astenersi, nel periodo dei ventiquattro mesi successivi all'acquisto del controllo, dall'*agevolare, sostenere o istruire* alcuna delle operazioni di *distribuzione* di cui al comma 1, ovvero dall'esprimere voto favorevole per conto dei Fia nella società partecipata, essendo anzi soggetta ad un obbligo positivo di adoperarsi al fine di impedirle. In sintesi, e rinviando oltre nel testo per una verifica più compiuta dell'ambito di applicazione oggettivo della norma, ricadono nel divieto tutte le operazioni che abbiano effetti distributivi, compreso il pagamento di dividendi straordinari o di interessi ai soci, ovvero le operazioni di

---

<sup>332</sup> Così C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 663, il quale nota che «there is no direct obligation to transmit this information to the Competent Authorities of the Member State in which the portfolio Companies are located – although the Competent Authorities may be interested in gaining a clear picture of these investments». D. ZETSCHE, *Anteil- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1170, il quale propone l'esempio di un gestore di Fia lussemburghese che abbia acquisito il controllo di una società non quotata che abbia sede in Polonia: in un simile caso, fermo restando l'obbligo di comunicazione in capo al primo, cosa imporrebbe all'Autorità di vigilanza del Lussemburgo di tutelare il benessere e la stabilità del mercato polacco? Il tutto, peraltro, senza considerare le inevitabili difficoltà istruttorie che la prima incontrerebbe in ordine alla vigilanza sull'attività di un gestore attivo in un mercato straniero.

<sup>333</sup> Infatti, gli artt. 45, comma 5, lett. d), e 46, comma 4, lett. c), Tuf si limitano a stabilire, rispettivamente con riferimento alle società non quotate o agli emittenti, che *la Consob, nel rispetto delle disposizioni della direttiva 2011/61/UE, stabilisce con regolamento gli obblighi che le Sgr sono tenute ad osservare al fine di garantire la tutela del capitale ed impedire lo scorporo delle attività della società per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo da parte degli Oicr gestiti*. Ebbene, l'art. 28-*quaterdecies*, comma 1, Reg. emittenti, riprendendo anche la lettera dell'art. 30, *AIFMD*, stabilisce che la norma si applica a) *a qualsiasi distribuzione ai soci effettuata quando, alla data di chiusura dell'ultimo esercizio, l'attivo netto risultante dal bilancio della società è, o in seguito a tale distribuzione diventerebbe, inferiore al capitale sottoscritto aumentato delle riserve non distribuibili, fermo restando che, qualora la parte non richiesta del capitale sottoscritto non sia contabilizzata nell'attivo del bilancio, essa sarà detratta dal capitale sottoscritto*; b) *a qualsiasi distribuzione a favore dei soci il cui importo superi l'ammontare dei profitti alla fine dell'ultimo esercizio, aumentato degli utili riportati e dei prelievi effettuati su riserve disponibili a questo scopo e diminuito delle eventuali perdite degli esercizi precedenti e delle somme iscritte a riserva in conformità alla legge o allo statuto*; c) *alle acquisizioni di azioni proprie da parte della società, comprese le azioni già acquisite, nonché alle azioni acquisite da persona che agisce in nome proprio ma per conto della società che avrebbero l'effetto di ridurre l'attivo netto al di sotto dell'importo indicato alla lettera a)*.

riduzione del capitale sociale, di rimborso di azioni o quote o di acquisizione di azioni proprie da parte della società partecipata, ovvero da parte delle società a loro volta controllate da quest'ultima<sup>334</sup>. Tale ultima osservazione, che appare ben giustificata dalla necessità di evitare facili elusioni del divieto in questione, nell'ipotesi in cui l'impresa partecipata sia strutturata come gruppo di società, consente di introdurre il discorso relativo all'ambito di applicazione soggettivo della norma.

Innanzitutto, la disciplina sull'*asset stripping*, quanto alla società partecipata che dovrebbe beneficiare del divieto di disaggregazione, non distingue espressamente tra i vari tipi sociali: tuttavia, gli artt. 26 ss., presupponendo una disciplina sul capitale, si applicano sicuramente alle società di capitali, mentre è dubbia l'applicazione anche rispetto alle società di persone<sup>335</sup>.

Il divieto vale soltanto nei confronti del socio di controllo che sia anche un Fia, UE o non UE, laddove la direttiva stessa, all'art. 26, paragrafo 5, stabilisce che per controllo si intende la detenzione di oltre il cinquanta per cento delle azioni con diritto di voto nella società partecipata. Tuttavia, all'ultimo periodo si legge che ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 28, paragrafi 1, 2, e 3, e all'art. 30, AIFMD, vale la nozione di controllo di cui all'art. 5, paragrafo 3, dir. 2004/25/CE sulle offerte pubbliche d'acquisto, che rinvia alle corrispondenti discipline nazionali degli Stati membri.

Ne consegue che, all'esito dei rimandi definitivi appena indicati, la nozione di controllo rilevante ai fini della disciplina sul divieto di disaggregazione varia per le società quotate e non quotate, in quanto la disciplina di cui agli artt. 93 ss. Tuf si applica soltanto alle prime. Viceversa, per le società non quotate, che tra l'altro sono quelle in cui più spesso si assiste all'acquisizione di partecipazioni di controllo da parte

---

<sup>334</sup> In questo senso v. A. LUCIANO, *La direttiva*, cit., p. 634; L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 190, il quale osserva, condivisibilmente, che «se così non fosse, potrebbe facilmente depotenziarsi il divieto con la semplice interposizione di veicoli tra la *raider* (controllata dal gestore per conto del fondo) e le società titolari delle attività potenzialmente cedibili (a loro volta controllate dalla *target*).

<sup>335</sup> Così G. SPINDLER-S. TANCREDI, *Die Richtlinie*, cit., p. 1441; D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1164. *Contra* F. ANNUNZIATA, *OICR di private equity e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?*, in *Banca impr. soc.*, 2018, pp. 207 ss., spec. p. 224, il quale sembra sostenere la vigenza del divieto in questione a prescindere dal tipo sociale concretamente adottato dalla società quotata o non quotata di cui il Fia abbia acquisito il controllo. In senso analogo, pare, C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 665, per il quale «while the Second Company Law Directive applies only to certain types of companies (such as the German *Aktiengesellschaft*, UK public company limited by shares, French *sociétés anonymes*, Dutch *naamloze vennootschap* or Italian *società per azioni*), the AIFMD will apply to all companies».



dei fondi alternativi, rileva esclusivamente il controllo derivante dalla titolarità di partecipazioni, e in particolare dal possesso della maggioranza assoluta dei diritti di voto, escludendosi implicitamente dall'ambito di applicazione della disciplina dell'*asset stripping* tanto l'ipotesi di controllo azionario 'di fatto', quanto quella di controllo contrattuale, di cui all'art. 2359, comma 1, numeri 2 e 3, c.c.<sup>336</sup>. Inoltre, per soddisfare basilari esigenze antielusive della disciplina, si computano altresì i diritti di voto detenuti a) *da un'impresa controllata dal Fia*, ovvero b) *da una persona fisica o giuridica che agisca in nome proprio ma per conto del Fia o per conto di un'impresa controllata dal Fia*<sup>337</sup>.

Ad ogni modo, accanto all'ipotesi tipica dell'acquisto del controllo attuata individualmente, ossia per conto di un solo Fia, la disciplina contempla anche l'acquisto del controllo 'congiunto' (*acting in concert*), ossia in esecuzione di un accordo stipulato tra due o più Gefia, che abbia ad oggetto l'acquisto del controllo nella società *target* per conto di uno o più fondi da essi gestiti<sup>338</sup>. La lettera della legge, pur richiedendo la sussistenza di un accordo, non precisa però se per la relativa stipulazione debbano osservarsi particolari oneri formali, laddove la genericità della formula induce a ritenere soddisfacente la conclusione per la quale sia sufficiente l'accordo, in qualunque forma concluso, eventualmente anche per fatti concludenti, che abbia ad oggetto l'acquisto del controllo della società *target*<sup>339</sup>.

Nondimeno, è d'uopo sottolineare che non rientra nella fattispecie di acquisto del controllo, rilevante ai fini dell'applicazione del divieto di *asset stripping*, l'ipotesi in cui il Fia abbia acquisito la maggioranza assoluta dei diritti di voto congiuntamente

---

<sup>336</sup> Nota l'esclusione dalla disciplina della fattispecie di controllo societario contrattuale, D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1164.

<sup>337</sup> Così anche l'art. 28-*decies*, comma 1, lett. a), b), Reg. emittenti.

<sup>338</sup> V. art. 26, par. 1, lett. a), b), AIFMD, mentre dalla disciplina interna ciò si ricava dagli artt. 45, comma 3, lett. c), e 46, comma 3, lett. c), T.U.F., i quali ammettono anzi che possano essere parti di un simile accordo anche Gefia non UE, quindi gestori di fondi di investimento alternativi che non abbiano sede nell'Unione Europea. Peraltro, il fatto che l'acquisto del controllo sia stato realizzato in virtù di un *acting in concert* è oggetto di uno specifico obbligo di *disclosure* da parte del Gefia nei confronti della società controllata, dei suoi soci e della Consob. Vedi infatti l'art. 28-*undecies*, comma 1, lett. d), Reg. Emittenti, il quale impone alla Sgr che abbia acquisito il controllo di indicare, tra le informazioni oggetto degli obblighi di comunicazione suddetti, anche *le altre Sgr che cooperano con essa in virtù di un accordo in base al quale i FIA gestiti hanno acquisito congiuntamente il controllo*. Nell'ordinamento tedesco, cfr. il § 287, *Abs.1, Nr. 2, KAGB (Kapitalanlagegesetzbuch)*, che richiede parimenti la stipulazione di un accordo (*auf Grund einer Vereinbarung*).

<sup>339</sup> In questo senso, cfr. D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1164; C. THIERMANN, *Beschränkungen*, cit., p. 335 s.

ad un altro tipo di impresa, come una *holding*, ovvero ai vari organismi di investimento che non rientrino nell'ambito di applicazione della direttiva Gefia, come fondi sovrani, *family offices*, *club deals* <sup>340</sup>, ma rispetto ai quali potrebbero ipoteticamente porsi le medesime esigenze di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

In effetti, risulta alquanto singolare la scelta del legislatore europeo di non includere nel divieto di cui si discute il caso in cui una Sgr stipuli un accordo espresso o tacito con uno di tali organismi, almeno quando la società partecipata non sia quotata, in quanto tale lacuna legislativa rende immuni dallo stesso le condotte dissolutive di ricchezza imprenditoriale compiute nell'ambito di un *acting in concert* che non veda coinvolti fondi alternativi. Basti pensare all'ipotesi in cui una Sgr che, per conto del o dei Fia gestiti, detenga in una società non quotata in portafoglio una percentuale delle azioni o quote con diritto di voto vicina alla soglia del cinquanta per cento, si accordi con un investitore, titolare di una percentuale di diritti di voto tale da consentire ai contraenti di assicurarsi il controllo azionario di diritto, che non sia soggetto alla disciplina di cui all'art. 30 AIFMD <sup>341</sup>.

In una simile ipotesi, in assenza di una disposizione nazionale più rigida, che la includa negli *acting in concert* vietati <sup>342</sup>, i soci di minoranza della società

---

<sup>340</sup> Tra gli organismi di investimento di cui al testo, la direttiva Gefia esclude espressamente, all'art. 2, paragrafo 3, lett. a), dalla relativa riserva di attività soltanto le società *holding* (società di partecipazione finanziaria), mentre rispetto in particolare ai *family offices* e ai *club deals* manca l'elemento di cui all'art. 4, paragrafo 1, lett. a), (i), cioè la raccolta di capitali esterni (e v. anche il *considerando* 7, AIFMD), trattandosi nel primo caso società di investimento costituite da componenti di famiglie facoltose che «decidono di affidare alla gestione (per l'appunto, collettiva), non già di un intermediario finanziario operante nel *business* dell'intermediazione finanziaria, bensì di professionisti per così dire "fatti in casa"», e nel secondo di «quelle società costituite dai membri di un *club* – i.e., soggetti legati da una esperienza condivisa nel mondo degli affari, ciascuno titolare di una adeguata quantità di «risparmio» - per il compimento di una o più operazioni di investimento in società (uno o più *deals*) – investimenti maggioritari o minoritari; in società quotate o non quotate – con l'obbiettivo di conseguire un guadagno finanziario dal disinvestimento entro un orizzonte temporale medio-lungo»: così E. BARCELONA, *La gestione*, cit., p. 7 s., pp. 66 ss., ove esclude che le fattispecie prese in considerazione ricadano nella riserva di attività di cui alla direttiva Gefia: in senso analogo, cfr. J.P. BUBALB-F. UNZICKER, *Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds*, in *BKR*, 2012, p. 312. In tema di fondi sovrani cfr. M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, I, pp. 491 ss.

<sup>341</sup> Sottolineano criticamente questa circostanza C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 659 s., che osserva «there is no concept of joint control between an AIF and another entity, nor are there any provisions regarding contractual control or specific rights granted to certain classes of shares»; D. ZETZSCHE, *op. loc. cit.*, per il quale la ragione di tale vuoto normativo è incomprensibile («Der Grund für diese Lücke ist rätselhaft»).

<sup>342</sup> Cfr. ancora C. CLERC, *op. loc. cit.*: «the proper implementation of section 2, Chapter 4 of the AIFMD will depend on whether Member States will supplement this definition with anti-avoidance

partecipata non potrebbero utilmente invocare la tutela assicurata dalla disciplina speciale del controllo a fronte degli atti liquidatori del patrimonio sociale eventualmente compiuti.

In conclusione, esigenze di equità e di coerenza sistematica inducono a ritenere preferibile una soluzione normativa che consenta di includere nell'ambito di applicazione del divieto di disaggregazione gli accordi, finalizzati all'acquisto del controllo di società non quotate, di cui siano parte anche investitori diversi da fondi di investimento alternativi. Tuttavia, in virtù dell'esplicito richiamo della nozione di controllo azionario di diritto, operato dalla direttiva AIFM, tale inclusione non appare possibile, salvo il rinvio alla nozione di controllo di cui agli artt. 93 ss. Tuf per le società quotate.

Proseguendo nell'analisi, la direttiva prevede una duplice esenzione dall'ambito di applicazione della disciplina speciale del controllo e del divieto di *asset stripping* in particolare, riferita alla specifica tipologia di società controllata dal Gefia.

In primo luogo, l'art. 26, paragrafo 2, lett. a), esclude le società partecipate che siano microimprese e piccole o medie imprese ai sensi dell'art. 2 dell'allegato alla raccomandazione 2003/361/CE. Pertanto, non sono interessate dal divieto le acquisizioni del controllo di imprese con meno di 250 dipendenti, il cui fatturato annuo non superi i 50 milioni di euro ovvero il cui il totale di bilancio annuo non superi i 43 milioni di euro. Inoltre, ai fini del computo dei suddetti elementi occupazionali e finanziari bisogna considerare anche le imprese definite collegate o associate ai sensi dell'art. 3 del suddetto allegato <sup>343</sup>.

La *ratio* di tale esenzione parrebbe risiedere nell'esigenza di non appesantire con meccanismi burocratici, e regole societarie pervasive acquisizioni poco significative dal punto di vista economico <sup>344</sup>. L'ambito dell'esenzione spiega la ragione per la quale il legislatore europeo abbia evitato di estendere la disciplina in

---

rules when they transpose the AIFMD. The right to do so stems from the national discretion to gold-plate the respective AIFMD provision».

<sup>343</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 3, paragrafo 2, allegato, sono imprese associate quelle in cui un'impresa detenga, da sola o insieme ad altre imprese collegate ai sensi del paragrafo 3, almeno il 25% del capitale ovvero dei diritti di voto, mentre si definisce impresa collegata quella di cui un'altra impresa detenga la maggioranza dei diritti di voto, della quale abbia la facoltà di nominare o revocare la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo, di vigilanza o di sorveglianza, ovvero nella quale abbia il diritto di esercitare un'influenza dominante in virtù di particolari clausole statutarie o rapporti contrattuali.

<sup>344</sup> In questo senso D. ZETSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1166.

questione ai fondi qualificati di cui ai Regolamenti EuVECA e EuSEF, sui fondi di *venture capital* e su quelli destinati all'investimento nell'imprenditoria sociale <sup>345</sup>. Infatti, i fondi appartenenti a tali categorie sono destinatari di uno specifico obbligo positivo di investire nelle imprese interessate dall'esenzione, anche se per i fondi di *venture capital*, in linea teorica, sussiste una residua possibilità di acquisto del controllo anche nelle imprese che non siano PMI, nelle quali i relativi gestori possono investire fino al 30% del patrimonio gestito <sup>346</sup>.

Rispetto all'esenzione suddetta, l'art. 26, paragrafo 7, direttiva Gefia, rimette a ciascuno Stato membro la possibilità di prevedere una disciplina più rigorosa, eventualmente estesa a tutte le imprese partecipate, a prescindere dalle loro dimensioni. Il legislatore italiano sembrerebbe, stando ad una interpretazione strettamente letterale, essersi avvalso di tale facoltà, in quanto dal combinato disposto degli artt. 28-*decies* e 28-*quaterdecies*, Reg. emittenti, esclude le PMI dall'ambito di applicazione della relativa sezione, al momento di definire gli emittenti quotati. Tuttavia, poiché il Regolamento emittenti Consob contraddice la fonte normativa dalla quale trae la propria legittimazione, ossia l'art. 45, comma 4, T.U.F., che esclude espressamente le piccole e medie imprese dall'ambito di applicazione del divieto,

---

<sup>345</sup> In particolare, l'art. 3, paragrafo, 1 lett. a), Reg. EuVECA definisce i fondi per *venture capital* come i fondi che *i) intende investire almeno il 70% del % dell'ammontare complessivo dei propri conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato in attività che sono investimenti ammissibili, calcolati sulla base degli importi investibili previa deduzione di tutti i costi pertinenti e delle attività di cassa e di altre disponibilità liquide, entro un termine stabilito nel suo regolamento o nei suoi atti costitutivi; ii) non utilizza oltre il 30% dell'ammontare complessivo dei propri conferimenti di capitale e del capitale non richiamato per l'acquisizione di attività che non sono investimenti ammissibili, calcolati sulla base degli importi investibili previa deduzione di tutti i costi pertinenti e delle attività di cassa e di altre disponibilità liquide.* Sono imprese di investimento ammissibili quelle al momento dell'investimento non sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione e che impiega meno di 250 dipendenti e che abbia un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un bilancio annuale totale non superiore a 43 milioni di euro. Inoltre, il Regolamento n. 346/2013 (c.d. EuSEF) del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, all'art. 3, paragrafo 1, lett. b), definisce analogamente il fondo europeo per l'imprenditoria sociale, specificando che sono imprese di portafoglio ammissibili quelle che *i) al momento dell'investimento da parte del fondo qualificato per l'imprenditoria sociale, non è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato né a partecipare a un sistema multilaterale di negoziazione [...]* e soprattutto che abbia *ii) come obiettivo primario il raggiungimento di impatti sociali positivi misurabili conformemente all'atto di costituzione, allo statuto o a qualsiasi altro regolamento o documento costitutivo*

<sup>346</sup> In questo senso v. M. CIAN, *I Fia*, cit., p. 307, il quale sottolinea la sussistenza di tale 'frizione' normativa, «giacché non è escluso che un EuVECA, con la quota del 30% del proprio patrimonio che può essere destinata ad investimenti verso imprese diverse, finisca per detenere il controllo di una società maggiore, rispetto alla quale però il vincolo in esame non si attiverebbe, giacché il gestore del fondo è sempre un GEFIA sottosoglia, come tale sottratto all'applicazione della direttiva AIFM».

sembra preferibile ritenere trattarsi di una infelice formulazione della disposizione regolamentare<sup>347</sup>.

In secondo luogo, l'art. 26, paragrafo 2, lett. b), prevede un'ulteriore esenzione escludendo dall'ambito di applicazione del divieto di *asset stripping* le imprese partecipate che siano società veicolo finalizzate all'acquisto, alla detenzione o all'amministrazione di beni immobili. La ragione del divieto parrebbe risiedere nel fatto che si tratta di società che non esercitano alcuna attività economica e che pertanto non dovrebbero neppure impiegare lavoratori<sup>348</sup>, di modo che, rispetto ad esse, non si porrebbe alcuna esigenza di conservazione dei cespiti patrimoniali attivi, né di tutela dei livelli occupazionali.

Passando a considerare l'ambito di applicazione oggettivo della disciplina, ossia le operazioni interessate dal divieto, in premessa bisogna notare l'ampiezza del concetto di "distribuzioni", utilizzato dal legislatore europeo. Per espressa disposizione normativa, rientrano nella relativa fattispecie non solo il pagamento di dividendi straordinari, ma anche di interessi sulle azioni e sulle obbligazioni convertibili in azioni, così come sulle altre forme 'ibride' di partecipazione al capitale, a seguito delle quali l'attivo netto risultante dall'ultimo bilancio approvato diventerebbe inferiore al capitale sottoscritto aumentato delle riserve non distribuibili, ovvero i pagamenti ai soci il cui importo superi l'ammontare dei profitti alla fine dell'ultimo esercizio, aumentato degli utili riportati e dei prelievi effettuati su riserve disponibili a questo scopo e diminuito delle eventuali perdite degli esercizi precedenti<sup>349</sup>. Pertanto, sono consentite soltanto le distribuzioni di utili risultanti dal patrimonio netto disponibile, mentre sono vietate, in generale, tutte le ripartizioni che, superando l'importo dell'attivo netto disponibile, risultano lesive dell'integrità del capitale sociale<sup>350</sup>.

---

<sup>347</sup> Cfr. M. CIAN, *I Fia*, cit., p. 307, testo e nt. 11.

<sup>348</sup> Così D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb*, cit., p. 1167, il quale propone di individuare in tale esclusione una regola di carattere generale, per la quale in generale l'acquisto del controllo di società veicolo per l'amministrazione di patrimoni non soggiacerebbe al diritto speciale del controllo di cui agli artt. 26 ss. direttiva Gefia (*Vermögensverwaltungsgesellschaften und gesellschaftsrechtlich organisierten Organismen*).

<sup>349</sup> Così l'art. 28-*quaterdecies* comma 1 lett. a), b), Reg. emittenti.

<sup>350</sup> Cfr. L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 192 ss., e v. anche p. 192, nt. 405, ove l'A. sottolinea che in base ad un'interpretazione letterale della norma potrebbe ricadere nel divieto anche il caso del recesso esercitato dal socio di minoranza, in particolare sotto il profilo del 'rimborso' di azioni o quote previste dal divieto: «In particolare, la criticità si pone in relazione al recesso di natura legale e non semplicemente convenzionale. A favore della possibilità di consentire l'esercizio del diritto anche

Inoltre, un ulteriore limite rilevante è costituito dal fatto che il divieto di *asset stripping* coinvolge altresì le operazioni di riduzione del capitale che non siano giustificate dalla necessità di compensare le perdite subite ovvero di formare una riserva non distribuibile, *purché, a seguito di tale operazione, l'importo di detta riserva non sia superiore al 10% del capitale sottoscritto ridotto*<sup>351</sup>.

Infine, il divieto copre le acquisizioni di azioni proprie da parte della società *target* (ferma restando l'applicazione dell'art. 2357-*bis*, comma 1, nn. 2, 3, 4, c.c.), comprese le azioni già acquisite in precedenza, e da parte di soggetti che agiscono in nome proprio, ma per conto della stessa società, che avrebbero l'effetto di ridurre l'attivo netto al di sotto dell'importo di cui sopra. Tale ultima previsione suscita particolare attenzione, in quanto impone di verificare se possa ricomprendere anche ipotesi di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (*leveraged buy out*), tra la società *target* e una società veicolo costituita dal Gefia per il compimento dell'operazione medesima, in cui sia il patrimonio della stessa società *target* a garantire il pagamento dell'indebitamento contratto per l'acquisizione stessa. Tra l'altro, il rilievo pratico della questione è asseverato dal fatto che, nel recente passato, i tipi di fondi destinatari della disciplina in esame, hanno spesso condotto le operazioni di acquisizione mediante il meccanismo suddetto, tanto che tra le considerazioni che hanno indotto le istituzioni europee a varare la disciplina in esame vi era proprio quella relativa al controllo su operazioni di *asset stripping* che fossero motivate da esigenze di pagamento dell'*acquisition debt*<sup>352</sup>.

---

durante il periodo dei ventiquattro mesi concorre l'esigenza di tutela del socio di minoranza che altrimenti si troverebbe 'intrappolato nella società, viceversa a favore della prevalenza del divieto di distribuzione; oltre alla gerarchia delle fonti, concorrono la specialità della norma e l'interesse sociale sopra illustrato, unitamente a quello dei creditori», laddove l'A. ritiene più convincenti questi ultimi argomenti, optando dunque per l'estensione del divieto anche al rimborso di azioni a favore dei soci di minoranza. Tuttavia, tale penetrante intrusione nei suoi diritti sociali può forse essere evitata considerando che il destinatario del divieto è pur sempre, necessariamente, il socio di maggioranza, il quale è dunque l'unico soggetto obbligato a impedire la realizzazione delle operazioni vietate. Vedi anche C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 664; SCHRÖDER-RAHN, *Das KAGB*, cit., p. 52; G. SPINDLER-S. TANCREDI, *Die Richtlinie*, cit., p. 1444; S. TANCREDI, *Die Regulierung*, cit., p. 160 nt. 669, secondo la quale il divieto di *asset stripping* riguarda non solo le operazioni di cessione di rami d'azienda o di beni aziendali, attuate per consentire il pagamento di dividendi straordinari, ma anche le medesime cessioni realizzate con patto di *sale and lease back*.

<sup>351</sup> E v. l'art. 28-*quaterdecies*, comma 3, Reg. emittenti, il quale conferma dunque che sono interessate dal divieto soltanto le operazioni che comportino un effetto distributivo.

<sup>352</sup> Cfr. C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 663, il quale nota appunto che «the original view was to control asset stripping motivated by the need to repay a portion of the acquisition debt».

Tuttavia, l'indicazione normativa esatta del tipo di operazioni non consentite induce a concludere per la soluzione negativa, in quanto sia la garanzia prestata direttamente dalla società *target* per il finanziamento contratto per la sua acquisizione, sia l'eventuale fusione operata in seguito all'acquisizione, con relativa confluenza del debito nella società risultante dalla fusione, non integrano il concetto di 'distribuzione' utilizzato dal legislatore europeo<sup>353</sup>. Nell'ipotesi in cui l'operazione di *asset stripping* sia effettivamente realizzata allo scopo di saldare il debito contratto per l'acquisizione, essa ricadrà nel divieto qualora sia seguita dalle distribuzioni eccedenti la misura legale. Peraltro, il fatto che il legislatore europeo non abbia espressamente contemplato le operazioni di *leveraged buy out* non appare comunque casuale alla luce della sopravvenuta contrazione, successiva alla esplosione della crisi finanziaria, nella erogazione dei finanziamenti bancari. Del resto, nel momento in cui assume una garanzia a fronte dell'indebitamento necessario per l'acquisizione, la società partecipata non esegue alcuna prestazione, laddove la posizione dei suoi soci e dei creditori sociali appare già sufficientemente tutelata dai presidi di cui al codice civile, e in particolare dalla possibilità di impugnare la delibera di fusione da parte dei soci ovvero di opposizione alla fusione da parte dei creditori<sup>354</sup>.

#### 4. Le conseguenze in caso di violazione

Come accennato all'inizio, un aspetto di particolare interesse attiene all'indagine relativa alle conseguenze, dal punto di vista della disciplina societaria, provocate da un'eventuale violazione del divieto di *asset stripping*. In vero, la disciplina speciale del controllo di derivazione europea non stabilisce quasi nulla al riguardo, fornendo però delle indicazioni che possono in via implicita trarsi dalle norme di comportamento positivamente imposte ai gestori di fondi di investimento

---

<sup>353</sup> Ma v. diversamente C. THIERMANN, *Beschränkungen*, cit., p. 338, per il quale le garanzie *up stream* prestate dalla società *target* ricadrebbero nell'ampio concetto di *Ausschüttungen* (distribuzioni) di cui al § 292 *KAGB*. Tuttavia, tale conclusione si basa essenzialmente sulla diversa formulazione della disciplina nazionale tedesca, la quale, nel dettare le medesime operazioni contemplate dalla legge italiana, lo farebbe a mero titolo esemplificativo. Ciò si trae dalla formulazione del § 292, *Abs. 3, Nr. 1, KAGB*, il quale si riferisce 'in particolare' ([...] *insbesondere*) alle operazioni poi esplicitate.

<sup>354</sup> In questo senso, cfr. L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 194. Rispetto all'ambito di vigenza temporale del divieto, appare condivisibile la tesi che ravvisa il momento iniziale di decorrenza del termine dei ventiquattro mesi nell'iscrizione del gestore nel libro soci e nel registro delle imprese rispettivamente nella s.p.a. e nella s.r.l.

alternativi. L'unica indicazione espressa è quella contenuta nell'art. 190 Tuf che, per la mancata osservanza di una serie di disposizioni, tra le quali quelle degli artt. 45 e 46, commi 1, 3, e 4, Tuf, applica una sanzione amministrativa pecuniaria, eventualmente comminabile anche in base ad un esposto presentato all'Autorità di vigilanza competente.

Innanzitutto, conviene partire dalla lettera della legge, che pare indirizzare il divieto di disaggregazione al gestore di fondi alternativi nella sua qualità di soggetto titolare della partecipazione di controllo: infatti, l'art. 30, paragrafo 1, lett. a), AIFMD, trasfuso nell'art. 28-*quaterdecies*, comma 2, lett. a), Reg. emittenti, deve astenersi dall'*agevolare, sostenere o istruire* le operazioni vietate. Tale formulazione, e in particolare il riferimento ad un potere di 'istruzione', parrebbe alludere ad una posizione del gestore, per conto di uno o più Fia gestiti, quale soggetto titolare di un potere di controllo sulla società partecipata, potenzialmente sussumibile nella fattispecie di 'attività di direzione e coordinamento di società' ai sensi dell'art. 2497, c.c.<sup>355</sup>. Peraltro, anche la specificità della condotta vietata sembra comunque presupporre che essa si verifichi, o possa verificarsi con maggiore probabilità, nell'ambito di un fenomeno di gruppo, in quanto in essi è proprio il danno derivante da ineguale distribuzione di ricchezza, al netto di eventuali vantaggi compensativi, ad assumere rilievo centrale<sup>356</sup>.

---

<sup>355</sup> V., nel senso del testo, L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 190, il quale osserva che «i verbi utilizzati – “agevolare”, “sostenere”, “istruire” e “impedire” – si aggiungono all'esercizio del diritto di voto, ponendosi quale autonoma manifestazione di comportamento, del tutto in grado di connotare l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento, ancora più evidente in relazione al verbo “ordinare” utilizzato nel 57° considerando della AIFMD».

<sup>356</sup> Cfr. F. DENOZZA, *L'interesse sociale*, cit., p. 31, il quale, infatti, secondo la prospettiva adottata del “coordinamento”, inteso come creazione di un plusvalore rispetto alla somma dei valori che ciascuno potrebbe creare isolatamente, e della “cooperazione”, che sussiste quando i criteri di ripartizione del surplus facciano parte di tale attività, osserva che l'interesse di gruppo è concepibile al livello del coordinamento ma non della cooperazione: «i soci delle varie società possono fare affidamento solo sulle regole relative alla spartizione degli utili prodotti dalla società cui partecipano, e non su una regola di spartizione del *surplus* prodotto dal gruppo», sottolineando come nei gruppi la centralità del danno rispetto alla ricerca dell'interesse sia particolarmente evidente. In una prospettiva simile, cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 115 ss., spec. p. 120, la quale infatti, nel tentativo di ricostruzione di un unitario interesse di gruppo, ravvisa una frattura fra l'interesse di chi, all'interno del gruppo, possa realizzare tale proprio interesse anche fuori dalla singola società, e di quei soci cui questa possibilità sia invece preclusa: frattura che, coerentemente, «esclude la possibilità di proporre la ricostruzione dell'interesse di gruppo in termini di interesse «comune» ai diversi soggetti nei quali il gruppo si articola».



Il rinvio alla nozione di controllo azionario di diritto, di cui all'art. 26, comma 5, AIFMD, consente inoltre di ritenere applicabile anche la presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c., ferma restando la non necessaria coincidenza tra la detenzione del controllo e l'esercizio di direzione e coordinamento sulla società controllata.

Si deve anzi sottolineare la perfetta coincidenza tra la fattispecie di responsabilità di cui all'art. 2497 c.c., e le condotte vietate dall'art. 30 AIFMD, le quali sembrano infatti presentarsi come ipotesi tipiche di quell'agire in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale sanzionato dalla norma citata. Del resto, anche la regola di motivazione delle decisioni adottate dalla società controllata su impulso dell'attività di direzione e coordinamento *ex art. 2497-ter*, c.c., parrebbe ben adattarsi alla disciplina del controllo di cui alla direttiva Gefia, e porsi, in particolare, in coerenza con gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 28 AIFMD<sup>357</sup>. Ne consegue che i soci della società controllata dal Gefia, oltre che pretendere la puntuale motivazione delle decisioni assunte in ossequio all'attività di direzione e coordinamento da esso esercitata, potranno anche agire in responsabilità direttamente nei confronti dello stesso, fermo restando che, salvo quanto si dirà oltre, in virtù del principio di separazione patrimoniale affermato dall'art. 36, comma 4, Tuf, a rispondere delle relative obbligazioni risarcitorie saranno comunque il fondo o i fondi gestiti<sup>358</sup>.

In proposito, a sostegno della possibilità di ravvisare in capo alla Sgr, specificamente di fondi alternativi, e non in capo ai fondi stessi, un'attività da direzione e coordinamento rilevante ai sensi degli artt. 2497 e seguenti c.c., può anche

---

<sup>357</sup> Sul punto, appare significativo che, nella proposta originaria discussa in seno al Parlamento Europeo, di disciplina sugli obblighi di comunicazione di cui alla direttiva Gefia, vi fosse, tra le altre, la previsione di un obbligo di motivazione in caso di cessione di *asset* aziendali a carico sia del gestore che della società controllata: lo ricorda C. CLERC, *The AIFM's Duties*, cit., p. 663: «in the event that a company under private equity control wishes to sell company assets to a material extent, the management of both the target company and the acquisition vehicles could be required to issue a statement as to why the sale is being implemented and certifying that the proposed sale is in the best interest of the target company».

E v. peraltro, sulla questione relativa alla rilevanza, dal punto di vista societario, dell'obbligo di comunicazione di cui all'art. 28, direttiva Gefia, M. CIAN, *I Fia*, cit., p. 308 s., il quale osserva ulteriormente che «l'oggetto e i destinatari di queste informazioni sono tali da suscitare qualche non trascurabile quesito nella dimensione prettamente societaria del fenomeno [...] potendosi profilare il dubbio se e in che misura le intenzioni manifestate dal gestore in sede di acquisizione del controllo, a riguardo del futuro della società, assurgano ad oggetto di un dovere di conformare al loro perseguimento il successivo operato dello stesso»

<sup>358</sup> Sulle sanzioni in caso di violazione del divieto, v. anche BOXBERGER, *Art. 30, Rn. 27*, in *Die AIFM-Richtlinie. Kommentar*, a cura di DORNSEIFER-JESCH-KLEBECK-TOLLMANN.

richiamarsi una recente pronuncia giurisprudenziale che, pur non ravvisandola nel caso di specie, ne ha sostenuto la configurabilità in astratto <sup>359</sup>. La conclusione della sentenza richiamata, e qui sostenuta, pare peraltro confermata proprio dalla disciplina sul divieto di disaggregazione, ove si tiene conto del profilo funzionale relativo all'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni gestite per conto dei fondi, ponendosi coerentemente il divieto di disaggregazione in capo al gestore, e non al fondo.

Ebbene, poiché secondo opinione comune la formula di cui all'art. 36, comma 4, Tuf (per la quale delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo), abbraccia sia le obbligazioni di derivazione contrattuale sia quelle di natura extracontrattuale, e a prescindere dunque dalla qualificazione che si voglia attribuire alla responsabilità da direzione e coordinamento, in ogni caso l'imputazione della responsabilità *ex art. 2497 c.c.* direttamente al fondo avrebbe lo stesso esito applicativo, in quanto in entrambi i casi l'obbligazione risarcitoria dovrebbe essere soddisfatta con il patrimonio del fondo <sup>360</sup>. La soluzione privilegiata, peraltro, non esclude la possibilità di estendere la responsabilità da direzione e coordinamento anche alla Sgr in solido, *ex art. 2497, comma 2, c.c.*, in quanto soggetto che abbia preso parte al fatto lesivo <sup>361</sup>, e che anzi, più precisamente, in qualità di amministratore dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni detenute per conto dei fondi gestiti, lo abbia cagionato direttamente.

Può ulteriormente notarsi come i partecipanti al fondo comune, pur beneficiari ultimi dell'attività della Sgr, ma estranei a qualunque rapporto con le società partecipate, sono quelli che su cui in definitiva grava la violazione dei corretti principi imprenditoriali da parte della stessa. Tuttavia, da un lato, il danno risarcitorio da responsabilità da direzione e coordinamento gravante sul fondo *ex art. 36, comma 4, Tuf*, non rientra nell'alea connessa all'attività di gestione collettiva di patrimoni,

---

<sup>359</sup> Cfr. Trib. Milano, 9 gennaio 2018, cit., con nota di S. CORSO, *Società di gestione del risparmio e attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate dai fondi gestiti*, in corso di pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*, che si è consultata grazie alla cortesia dell'Autrice.

<sup>360</sup> Nel senso opposto, dell'imputabilità della responsabilità da direzione e coordinamento in capo al fondo comune, cfr. L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., pp. 120 ss.

<sup>361</sup> Peraltro, specificamente con riguardo ai fondi chiusi non può neppure escludersi che il gestore abbia agito su indicazione di un determinato investitore, il quale avendo a sua volta preso parte al fatto lesivo risponderà insieme alla Sgr e al fondo dell'obbligazione risarcitoria *ex art. 2497 c.c.*

essendo imputabile ad una condotta illecita del gestore, mentre, dall'altro lato, tale condotta non può neppure dirsi che sia stata attuata in conformità al migliore interesse dei partecipanti stessi.

In altre parole, se, come sembra preferibile, il legislatore ha concepito il regime di separazione della responsabilità di cui alla norma citata poc'anzi, sul presupposto che le obbligazioni contratte dalla Sgr per conto del fondo siano anche sorte nell'interesse del medesimo, non appare ardito ipotizzare che per le obbligazioni che, viceversa, non corrispondano ad alcun interesse dei partecipanti, in quanto idonee a fondare una responsabilità risarcitoria gravante su di loro, e dunque lesive delle stesse norme di comportamento che il gestore deve osservare nella gestione per conto altrui, quest'ultimo possa rispondere nei confronti dei propri clienti <sup>362</sup>.

D'altronde, i partecipanti hanno senz'altro interesse a che il loro investimento sia adeguatamente remunerato, ma non può dubitarsi che siano portatori di uno speculare interesse a che il gestore valorizzi tale investimento operando correttamente. In questa prospettiva, può recuperarsi la valenza generale della clausola di tutela della integrità dei mercati (art. 35-*decies*, comma 1, Tuf), di cui sono beneficiari anche i partecipanti al fondo. Infatti, se rispetto ai fondi diversificati si è visto che l'interesse dei partecipanti prescinde dalla valorizzazione della singola partecipazione, si tratta però di un interesse "sistematico" <sup>363</sup>, appunto di mercato, per cui non può negarsi che la tutela dell'integrità di quello stesso mercato sia a sua volta funzionale al perseguimento di quell'interesse. Ciò risulta ancora più evidente nel caso di fondi azionisti di controllo, ove la maggiore concentrazione delle partecipazioni si riflette sull'esigenza di garantire in via diretta l'integrità delle società partecipate. Peraltro, a fronte di una legislazione tendenzialmente favorevole ai gestori, una simile interpretazione sarebbe coerente con una prassi giurisprudenziale spesso incline ad

---

<sup>362</sup> Infatti, un conto sono le ipotesi di obbligazioni contratte per conto e a beneficio del fondo: come è a dirsi, per fare un esempio particolarmente chiaro, per i conferimenti dovuti all'atto della sottoscrizione delle azioni da parte della Sgr per conto del fondo, i quali comunque presentano la prospettiva di un guadagno per gli investitori finali, laddove quindi la spesa iniziale rappresenta il necessario corrispettivo per tale futura prospettiva di lucro. Diverso è invece il caso, come quello prospettato nel testo, in cui il gestore conduca la gestione con modalità scorrette, che esorbitano dai poteri attribuiti con il mandato gestorio dagli investitori alla Sgr, e quindi non rispondenti all'interesse degli stessi.

<sup>363</sup> Cfr., per esempio, M. MAUGERI, *Lo statuto normativo*, cit., p. 5, testo e nota 13, ove osserva viceversa come «la tecnica della diversificazione risponde infatti all'esigenza di minimizzare il rischio c.d. "asistematico", legato cioè all'andamento della singola società».

avallare, nell'applicazione delle clausole generali del diritto dei mercati finanziari, opzioni interpretative redistributive favorevoli ai clienti <sup>364</sup>.

La medesima prospettiva conferma anche l'utilità, sul piano interpretativo, della distinzione tra l'attività d'impresa esercitata dalla Sgr e la mera attività di gestione dei fondi, operata in sede di inquadramento sistematico dei fondi comuni di investimento. Sotto quest'ultimo profilo, parrebbe invero contraddittorio imputare un'attività da direzione e coordinamento, che per definizione presuppone lo svolgimento di un'attività d'impresa, in capo al fondo, ritenendo allo stesso tempo che la relativa attività di gestione non costituisca attività d'impresa in senso tecnico. Peraltro, qualora si ritenesse che l'attività da direzione e coordinamento sia imputabile al fondo, sarebbero altresì dubbie le modalità di applicazione del regime di responsabilità *ex artt. 2497 ss. c.c.* nell'ipotesi in cui la Sgr abbia agito per conto di più fondi, in quanto si porrebbe, innanzitutto, il problema di individuare il criterio con cui selezionare il fondo 'di controllo'. E al riguardo non è casuale, del resto, che la disciplina sul divieto di *asset stripping* si rivolge anche alla Sgr che detenga il controllo per conto di una pluralità di fondi alternativi gestiti.

La disciplina sull'*asset stripping* può poi essere osservata da una diversa prospettiva, quella in cui il Gefia favorisca l'attuazione delle operazioni vietate nella sua qualità di socio, o meglio di titolare dei diritti sociali per conto dei fondi gestiti, che è direttamente presa in considerazione dall'art. 30, paragrafo 1, lett. b), e dall'art. 28-*quaterdecies*, comma 2, lett. b), Reg. emittenti, il quale stabilisce, in particolare, che la Sgr *non esprime voto favorevole sulle stesse per conto del Fia nella società partecipata*. Da ciò pare potersi ricavare un generale potere di impugnazione, a beneficio dei soci di minoranza, degli amministratori e dei sindaci, delle delibere di distribuzione degli utili approvate in violazione dei limiti normativi visti in precedenza, ai sensi dell'art. 2377, commi 2 e ss., c.c.

---

<sup>364</sup> E v. quanto incisivamente osservato da A. PERRONE, *I conflitti di interesse*, cit., p. 59, per il quale «nell'applicazione giurisprudenziale delle clausole generali previste dal diritto dei mercati finanziari sono, infatti, ampiamente rintracciabili – assai più che nelle scelte sistematiche della legislazione vigente – scelte di tipo redistributivo a favore dei clienti». V. anche ID., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1017 ss.

Peraltro, laddove non si ritenesse ammissibile l'impugnazione ai sensi della norma generale suddetta<sup>365</sup>, ci si può domandare se il medesimo diritto di impugnativa possa trarsi dall'art. 2373, c.c., in quanto qui, apparentemente, è lo stesso dettato normativo a stabilire che la Sgr, che ponga in essere quelle specifiche operazioni considerate dannose, è portatrice di un interesse in conflitto con quello della società<sup>366</sup>, che, nello specifico, sarebbe positivamente identificato nella valorizzazione nel lungo termine dell'impresa partecipata. Tuttavia, una simile soluzione non sembra possa essere accolta, perché da un lato implicherebbe una considerazione dell'art. 2373 c.c. 'finalistica', cioè orientata a funzionalizzare il voto dei soci a un precostituito interesse sociale<sup>367</sup>, e, dall'altro lato, per l'assenza dell'elemento del danno, che è attestata dal fatto che la disciplina positiva non considera la medesima delibera aprioristicamente lesiva del patrimonio sociale, nel caso in cui sia approvata da un socio di controllo che non sia un Gefia.

Specularmente, non sembra utilmente invocabile, *ex art. 2379, c.c.*, la nullità della deliberazione di distribuzione degli utili eccedente il limite legale per illiceità dell'oggetto, in quanto la disciplina europea non sanziona tanto la delibera in sé, il cui oggetto è perfettamente lecito, ma il fatto che sia stata approvata da un particolare socio, presuntivamente portatore di un interesse (di breve termine) confliggente con quello della società.

Infine, la disciplina europea e quella interna, rispettivamente all'art. 30, paragrafo 1, lett. c), AIFMD, e art. 28-*quaterdecies*, comma 2, lett. c), Reg. emittenti, affermano altresì un obbligo positivo di adoperarsi al fine di impedire le operazioni

---

<sup>365</sup> E v. in questo senso L. ARDIZZONE, *L'esercizio*, cit., p. 192, secondo il quale il meccanismo di tutela reale non sarebbe utilmente attivabile «trattandosi di una norma di comportamento del socio e non della società ovvero dei suoi amministratori».

<sup>366</sup> Ciò sul presupposto della necessaria sussistenza del duplice requisito del danno potenziale e della posizione di conflitto d'interessi, secondo la prospettiva tradizionale: v. per tutti A. GAMBINO, *Il principio di correttezza*, cit., pp. 244 ss. Per una soluzione alternativa v. invece F. DENOZZA, «*Coordinamento*» e «*cooperazione*», cit., p. 28 s., il quale individua nel danno un limite generale al potere della maggioranza: in questa prospettiva, il danno «non è l'elemento la cui assenza può salvare delibere illecite in quanto prese in conflitto d'interessi ma è il fattore fondamentale da cui dipende l'illiceità di tutte le delibere (in conflitto o no) e la cui presenza è perciò necessaria per condannare anche quelle in conflitto d'interessi».

<sup>367</sup> E v. sul punto, in luogo di altri, C. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 45 ss., spec. p. 57, il quale osserva che l'art. 2373 c.c. non adotta una prospettiva 'positiva', di perseguimento di un interesse sociale, ma viceversa una prospettiva 'negativa', che configura la norma come strumento di reazione ad un danno arrecato alla società.

vietate, di modo che occorre stabilire se gli amministratori, che omettano di vigilare sul corretto operato dell'assemblea, il cui ordine del giorno preveda operazioni lesive del divieto di *asset stripping*, possano esporsi a responsabilità. È vero che la norma europea e quella regolamentare si limitano a rivolgere tale obbligo alla Sgr che, per conto di uno o più fondi, detenga una partecipazione di controllo, ma tuttavia esso ben potrebbe rientrare nella più generale fattispecie di responsabilità omissiva degli amministratori di cui all'art. 2392, comma 2, c.c., potendosi così estendere non solo a quelli nominati dalla stessa Sgr, ma all'intero consiglio di amministrazione.

##### *5. Conclusioni: l'asset stripping nel dibattito sugli interessi nella società*

Alcune brevi considerazioni conclusive si possono svolgere riguardo ad una possibile valenza sistematica della disciplina sull'*asset stripping*, con particolare riferimento al suo impatto nell'ambito del dibattito, oggetto di rinnovata attenzione, sull'interesse sociale, o meglio sulla composizione tra la pluralità di interessi che gravitano intorno alla società.

Infatti, nella consapevolezza che la complessità del tema non può certo esaurirsi in poche pagine, la maggiore peculiarità della disciplina in questione consiste nel fatto di ingiungere esclusivamente ad una certa categoria di soci il divieto di porre in essere determinate operazioni. Dal punto di vista giuridico, è interessante notare come ciò introduca, in fin dei conti, una sorta di presunzione legale sulle intenzioni di quel socio, al fine di prevenire la loro realizzazione. Tale presunzione individua nel Fia azionista un socio che fisiologicamente, mirando alla immediata e indiscriminata valorizzazione della propria partecipazione, persegue un interesse terzo in conflitto con quello della società, laddove quest'ultimo è positivamente identificato nel perseguimento di politiche imprenditoriali 'di lungo termine', essendo al riguardo significativo che le maggiori limitazioni in punto di operazioni di disaggregazione vietate si riscontrino nel momento culminante della dialettica fra soci portatori di interessi di lungo o di breve termine, ossia in sede di decisione sulla distribuzione degli utili <sup>368</sup>.

---

<sup>368</sup> E v. sul punto C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 12 s., ove difatti l'A. osserva che «la dialettica "lungo termine" - "breve termine" è al fondo interna al gruppo dei soci, essendo anzi tipicamente destinata la società per azioni (e soprattutto quella quotata) a consentire un equilibrio fra le diverse prospettive temporali dell'investimento

Certamente desta serie perplessità, come già osservato, l'esclusione dall'ambito di applicazione della normativa esaminata di alcune imprese e di alcuni organismi di investimento che, di fatto, potrebbero essere mossi dal medesimo intento di valorizzazione di breve termine della loro partecipazione, e in cui peraltro gli investitori finali potrebbero non essere altrettanto bisognosi di tutela giuridica quanto quelli di alcuni tipi di fondi di investimento alternativi che, si ricordi, rappresentano una categoria normativa residuale comprendente una vastissima varietà di fondi. Basti pensare che i fondi sovrani, i quali a volte fanno anche capo a Stati autoritari, non ricadono nell'ambito di applicazione della AIFMD, al contrario di fondi pensione o assicurativi: il che solleva, accanto alle perplessità già esplicitate sulla presunzione relativa alle intenzioni di investimento dei Fia, oltre che sulla asserita correlazione tra investimento di lungo termine e 'interesse sociale', ulteriori dubbi di ordine equitativo sulla disciplina in questione <sup>369</sup>.

Le sintetiche osservazioni svolte inducono comunque a ritenere che se il legislatore europeo avesse veramente voluto tutelare l'interesse 'sociale', presuntivamente identificato nella valorizzazione di lungo termine dell'impresa sociale, avrebbe inibito il compimento delle operazioni vietate non solo ai gestori di fondi alternativi, ma anche agli altri organismi di investimento visti sopra, se non a tutti i soci. Pertanto, in realtà il divieto di disaggregazione non introduce un elemento a favore di una asserita funzionalizzazione dell'attività d'impresa a un precostituito interesse 'sociale', che funga da parametro al quale gli amministratori debbano adeguare la propria attività di gestione, trattandosi di una norma di comportamento che rileva principalmente nei rapporti tra i soci, e specificamente nell'ambito della dialettica tra soci di lungo e di breve termine, e tra i soci e la società. In altre parole, in termini di diritti e obblighi positivi, insomma in una dimensione prettamente normativa, la disciplina sul divieto di disaggregazione riveste rilievo rispetto alla

---

azionario. Ed osserverei che nel nostro ordinamento per l'ipotesi più paradigmatica in cui tale dialettica si manifesta, in sede cioè di decisione sulla distribuzione degli utili, la soluzione è affidata a una scelta dei soci secondo il criterio maggioritario, senza che per la verità sia riconoscibile nel diritto positivo una qualche preferenza nell'uno o nell'altro senso»; e v. già W. RATHENAU, *Vom Aktienwesen*, cit., p. 26, il quale suddivideva gli azionisti in due categorie, non nella prospettiva della dialettica tra soci di maggioranza e di minoranza, ma tra soci di lungo e di breve termine («Es gibt somit einen zweifachen Beweggrund für den Erwerb von Aktien: die eine Gattung der Käufer erwartet eine angemessene Verzinsung ihres angelegten Kapitals, die andere Gattung erhofft einen Kurzgewinn»).

<sup>369</sup> Cfr. nota 320.

questione sull'interesse sociale soltanto dall'angolo visuale dei soci, e dunque dell'esercizio delle loro scelte di voto<sup>370</sup>.

Ciò conferma, nondimeno, l'idea per la quale l'assetto di interessi sottostante alla partecipazione sociale detenuta per conto dei fondi comuni sia affatto peculiare, avendo addirittura indotto il legislatore europeo, sia pure rispetto ad una peculiare categoria di fondi, ad attribuire una specifica preferenza normativa alla valorizzazione dell'impresa nel lungo termine, che si traduce appunto in un divieto esplicitamente posto in capo al gestore, pur se limitato nel tempo, ed a imporre tale preferenza anche rispetto all'obbligo, di matrice normativa e contrattuale, posto in capo ai gestori di fondi comuni, di esercitare i diritti sociali nell'interesse esclusivo dei beneficiari ultimi del rapporto di gestione<sup>371</sup>.

Infatti, nel corso del presente lavoro si è avuto modo di notare come l'attività gestoria della Sgr sia generalmente ispirata dal perseguimento dell'interesse esclusivo dei suoi clienti, i quali aspirano notoriamente ad una massimizzazione del valore dell'intero pacchetto riferibile al fondo, e non del singolo titolo azionario. Sul versante dei rapporti endosocietari, tuttavia, ciò si traduce, come si è visto, in termini differenti a seconda che i fondi gestiti siano diversificati oppure no, in quanto nel primo caso, sul presupposto della necessaria posizione di minoranza della Sgr per conto del fondo azionista, il canone di comportamento cui la stessa deve adeguarsi, fornito dall'interesse esclusivo dei partecipanti, rimane tendenzialmente intatto, mentre, nel secondo caso, il più incisivo potere di orientamento del quale il fondo alternativo sia eventualmente dotato, ha suggerito al legislatore europeo un ridimensionamento di tale canone, che può appunto cedere a fronte di esigenze di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

---

<sup>370</sup> Su un piano parzialmente diverso si colloca pertanto il tema della sussistenza di eventuali obblighi, di cui sarebbero destinatari gli amministratori, finalizzati al perseguimento di interesse di carattere pubblicistico: cfr. ad esempio M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria*, cit., p. 12, e spec. p. 23 s. per la distinzione di piani tra l'interesse sociale inteso come concetto al centro della dialettica tra soci portatori di istanze confliggenti e come paradigma al quale gli amministratori devono confermare la propria condotta.

<sup>371</sup> V. sul punto D. ZETZSCHE-C. PREINER, *CSR Responsible Investments and the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetzsche, Alphen aan den Rijn, 2015, p. 187 s., i quali notano che «this is a significant interference in the activities of the AIFM regarding the possibility of a conflict of interest between investor and stakeholder. *The duty to act in the best interests of the investor or AIF in this context is overruled by considerations of Integrated CSR*» (corsivo aggiunto); in una prospettiva critica, v. altresì D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 267 s.; ID., *Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?*, 2013, disponibile in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



In altri termini, nella disciplina in questione il legislatore ha positivamente individuato nel perseguimento di un interesse particolare del fondo alternativo azionista un possibile ostacolo alla stabilità della società partecipata, e neutralizzato le operazioni ritenute abusivamente tendenti alla sua realizzazione <sup>372</sup>.

Tuttavia, dal sistema della Aifmd, e in particolare dagli stringenti obblighi di comunicazione posti in capo al gestore, e dalla preoccupazione espressa di tutelare i livelli occupazionali dell'impresa partecipata, emergono esigenze di tutela che fuoriescono dalla mera dimensione societaria. In questa prospettiva, peraltro, è significativo che il punto di contatto tra la disciplina speciale del controllo di cui alla Aifmd e la disciplina societaria interna, come si è tentato di dimostrare, sia rappresentato dall'art. 2497 c.c., norma che infatti, come osservato da autorevole dottrina, «puntualizza il tema della correttezza con riferimento alla gestione non soltanto societaria, ma anche imprenditoriale», laddove quest'ultimo profilo sarebbe riferibile anche a interessi extrasociali ma che «guardano all'impresa» <sup>373</sup>.

In conclusione, la disciplina di cui all'art. 30 Aifmd pare diretta a realizzare un bilanciamento fra l'interesse egoistico del fondo azionista al maggior guadagno possibile <sup>374</sup>, e la sfera di quegli interessi 'di serie', potenzialmente infiniti, che gravitano attorno all'impresa <sup>375</sup>. In una prospettiva sistematica, il divieto di *asset stripping* sembra così inserirsi nel più generale orientamento volto, in una certa misura, ad assecondare l'impostazione ideologica sottostante alla teoria della *Corporate Social*

---

<sup>372</sup> Cfr. però ancora D. ZETZSCHE, *Prinzipien*, cit., p. 267, il quale afferma che il conflitto tra soci portatori di un interesse a breve termine e altri *stakeholders* è un luogo comune, come tale non meritevole di approfondimento («dass ein eher kurzfristiges Gesellschafterinteresse mit anderen Stakeholder-Interessen kollidieren kann, ist ein Allgemeinplatz, der keine Vertiefung bedarf»).

<sup>373</sup> I virgolettati appartengono a C. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, cit., p. 60 s., il quale prosegue affermando che «l'art. 2497 c.c. evoca un parametro di «buon imprenditore»: un parametro che può essere definito solo in termini di di valutazione sociale e che in effetti, proprio nella valutazione sociale più diffusa [...] non comporta il perseguimento indiscriminato del profitto e della sua massimizzazione in ogni caso e a ogni costo».

<sup>374</sup> Peraltro, la disciplina sul divieto di *asset stripping* si lega a sua volta con ulteriori temi di grande interesse, ma che per esigenze di sintesi non è possibile approfondire in questa sede, come la questione generale dei limiti nella distribuzione degli utili. Attraverso il divieto di disaggregazione, in definitiva, il legislatore europeo ha operato una scelta precisa in merito alla domanda sul «se sia più utile dal punto di vista dell'economia di mercato che [gli extraprofiti] siano investiti in strumenti produttivi nell'impresa, potenziandola e sviluppandola, e cioè che vadano a costituire un risparmio produttivo, piuttosto che andare al consumo, cioè polverizzarsi in una politica di prodigalità nei dividendi»: così A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Studi giuridici in memoria di Filippo Vassalli*, Torino, 1960, vol. I, pp. 119 ss. Ed è significativo che lo scritto appena citato, tra i più noti in tema di interesse sociale, sia stato occasionato appunto dalla riflessione sulla configurazione del diritto del socio al dividendo.

<sup>375</sup> Cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 163 s.

*Responsibility*, non tanto in punto di ricostruzione normativa della fattispecie societaria <sup>376</sup>, anche perché la selettività della disciplina esaminata non consente di attribuirgli una simile valenza, ma in quanto espressione di una certa temperie culturale e storica, alla quale l'evoluzione normativa contemporanea non è certo estranea.

---

<sup>376</sup> Si consideri, a titolo esemplificativo, la disciplina dell'impresa sociale e quella delle società benefit, che tuttavia, a differenza del divieto di *asset stripping*, introducono una precisa variazione alla fattispecie normativa societaria sotto il profilo fondante del perseguimento dello stesso scopo di lucro, laddove il secondo introduce soltanto un limite ad un possibile spregiudicato esercizio delle prerogative del socio, e quindi come tentativo di indirizzare soci speculativi verso un'attività di investimento 'responsabile'.

## INDICE BIBLIOGRAFICO

- N. ABRIANI, *La direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti di società quotate europee*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, pp. 233 ss.
- F. ALCARO, *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988.
- V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, in *Riv. soc.*, 1988, pp. 790 ss.
- S. ALVARO, *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Riv. banc.*, 2017, 6, pp. 601 ss.
- S. ALVARO, *Le partecipazioni di un FIA riservato ad investitori professionali in una società quotata e in altri fondi*, in *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, a cura di S. Alvaro e F. Annunziata, *Quaderni giuridici Consob*, n. 17, settembre 2018.
- C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, 2\*, *Azioni. Gruppi*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale Torino, 1991, p. 99 ss.
- C. ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 207 ss.
- C. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 45 ss.
- C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, pp. 255 ss.
- C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 12 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, pp. 350 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, p. 337.

- F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.
- F. ANNUNZIATA, *OICR di private equity e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?*, in *Banca impr. soc.*, 2018, pp. 207 ss.
- L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 1094, ss.
- L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018.
- R. ARGENZIANO, *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milano, 1952.
- J. ARMOUR-D. AWREY – P. DAVIES-L. ENRIQUES-J.N. GORDON-G. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016.
- F. ASCARELLI, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, I, pp. 404 ss.
- T. ASCARELLI, *Proprietà e controllo della ricchezza*, in ID., *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952, pp. 294 ss.
- T. ASCARELLI, *Investment trust*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1954, I, p. 178.
- T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi della società*, in *Riv. soc.*, 1957, pp. 921 ss.
- A. ASQUINI, *Conflitto d'interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1919, II, pp. 652 ss., edito anche in *Scritti giuridici*, Padova, 1936, pp. 163 ss.
- A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Studi giuridici in memoria di Filippo Vassalli*, Torino, 1960, vol. I, pp. 119 ss.
- G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, p. 376.
- G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2018.
- E. BARCELLONA, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della direttiva Gefia. Investment companies, family offices, club deals, Spac, holding companies*, Milano, 2018.
- M. BARCELLONA, *Diritto, sistema e senso: lineamenti di una teoria*, Torino, 1996.
- A. BERLE - G. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932.

- A. BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951.
- V. BEUTHIEN, *Zur Mitgliedschaft als Grundbegriff des Gesellschaftsrechts – Subjektives Recht oder Stellung im pflichthaltigen Rechtsverhältnis?*, in *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München, 2002, p. 755 ss.
- L. BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, pp. 283 ss.
- G. BITTER, *Rechträgerschaft für fremde Rechnung*, Tübingen, 2006.
- A. BOMPIANI, *I fondi mobiliari italiani*, Padova, 1983.
- S. BONFATTI, *La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 1, pp. 1 ss.
- F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali in S.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 198 ss.
- A. BORGIOLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella l. 77/1983*, Atti del convegno promosso dalla Camera di commercio di Firenze del 12 novembre 1983 a cura di AA. VV., Milano, 1985.
- A. BORSELLI, *Progetto di legge federale negli Stati Uniti per la regolazione dell'attività di proxy advisor*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 750 ss.
- V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.
- J.P. BUBALB-F. UNZICKER, *Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds*, in *BKR*, 2012, p. 312 ss.
- P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, pp. 230 ss.
- G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, pp. 128 ss.
- G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, volume II, *Diritto delle società*<sup>9</sup>, a cura di M. Campobasso, Torino, 2015.
- M. CAMPOBASSO, *Evoluzioni e rivoluzioni nella giurisprudenza in tema di assicurazioni claims made*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, pp. 138 ss.
- P. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1115.
- W. CARTER, *Mutual investment funds*, in *Harvard Business Review*, 1949, p. 719 ss.

- G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1152.
- A. CATAUDELLA, *Note sul concetto di fattispecie giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1962, pp. 433 ss.
- M. CIAN, *Le antiche leggi del commercio. Produzione, scambi, regole*, Bologna, 2016.
- M. CIAN, *I Fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, pp. 293 ss.
- S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 579 ss.
- R. CICIANI-D. VENEZIANO-D. GARIBOLDI, *I fondi comuni d'investimento a lungo termine*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 401 ss.
- N. CIOCCA, *I consulenti di voto, negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016.
- N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.
- M.T. CIRENEI, *Art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. d'Alessandro, volume II, Padova, 2011, pp. 757 ss.
- C. CLERC, *The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetsche, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 649 ss.
- H. COING, *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäft*, München, 1973.
- G. E. COLOMBO, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, pp. 249 ss.
- R. CORRADO, *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1963, I, p. 383.
- P. CORRIAS, *La sentenza a sezioni unite del 28 settembre 2018, n. 22437. Più luci che ombre*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, pp. 152 ss.
- S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2015.
- S. CORSO, *Società di gestione del risparmio e attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate dai fondi gestiti*, in corso di pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*

- M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Milano, 2006.
- M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 398 ss.
- R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, pp. 269 ss.
- R. COSTI, *Fondazione e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1968, I, p. 1 ss.
- R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *I fondi comuni d'investimento*, a cura di P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, p. 120, edito anche in *Banca borsa tit. cred.*, 1984, I, pp. 273 ss.
- R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 318.
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>10</sup>, Torino, 2016.
- F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Milano, 1963, nuova ed., Padova 1989.
- F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968.
- F. D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nel rapporto tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 5 ss.
- R. D'APICE, *Commento agli artt. 41 e 41-bis del TUF*, in *Leggi Commentate – Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, pp. 632 ss.
- R. DAVID-C. JAUFFRET-SPINOSI, *I grandi sistemi giuridici contemporanei*<sup>5</sup>, ed. it., a cura di R. Sacco, Padova, 2004.
- N. DE LUCA, *Clausole claims made: sono tipiche e lecite, ma di tutto si può abusare*, in *Foro it.*, 2018, I, pp. 3034 ss.
- G. DE MARCHI, *L'impresa di investimento mobiliare (Investment Trust)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 444 ss.
- F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. "tipi" protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 1057 ss.
- F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 9 ss.
- F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 30 ss.

- F. DENOZZA, *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, in *ODCC*, 2016, pp. 419 ss.
- F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in *Regole e mercato*, Tomo II, a cura di M. Rispoli Farina-A. Sciarrone Alibrandi-E. Tonelli, Torino, 2017, pp. 1 ss.
- F. DORNSEIFER-T. JESCH-U. KLEBECK-C. TOLLMANN (a cura di), *AIFM-Richtlinie – Kommentar*, München, 2013.
- A. FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Voci di teoria generale del diritto* <sup>3</sup>, Milano, 1985, pp. 242 ss.
- G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35 ss.
- G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale* <sup>15</sup>, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2016.
- G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, pp. 25 ss.
- G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- G. FERRI jr, *Valutazione ed iscrizione in bilancio dei conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 483 ss.
- G. FERRI jr, *Prelazione statutaria e potere di riscatto*, in *Giur. comm.*, 2015, II, pp. 302 ss.
- G. FERRI jr, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista ODC*, 2015.
- G. FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 422 (edito anche in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 689 ss.
- G. FERRI jr, *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *ODCC*, 2018, I, pp. 3 ss.
- G. FERRI jr - G. GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497-quater, lett. c), c.c.*, in *Società*, 2014, pp. 43 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971.
- P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 191 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 121 ss.



- P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 751 ss.
- H.J. FLECK, *Stimmrechtsabspaltung bei der GmbH?*, in *Festschrift für Robert Fischer*, Hrsg. M. Lutter-W. Stimpel-H. Wiedemann, Berlin-New York, 1979, pp. 107 ss.
- H. FLEISCHER, *Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht*, in *AG*, 2012, pp. 4 ss.
- H. FLEISCHER, *Walther Rathenau: Vom Aktienwesen – Eine geschäftliche Betrachtung (1917)*, in *JZ*, 2017, pp. 991 ss.
- R. FRANCESCHELLI, *Il trust nel diritto inglese*, Padova, 1935.
- G. FRATI, *Conflitti di interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, pp. 493 ss.
- C. FRIGENI, *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, I, pp. 180 ss.
- L. FURGIUELE, *La disciplina dell’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell’art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 989 ss.
- F. GALGANO, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, pp. 553 ss.
- F. GALGANO, *Delle persone giuridiche (Disposizione generali. Delle associazioni e delle fondazioni)*, in *Comm. del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 1969, p. 370.
- F. GALGANO, *Qual è l’oggetto della società holding?*, in *Contr. impr.*, 1986, pp. 327 ss.
- F. GALGANO, *L’oggetto della holding è dunque, lo svolgimento mediato e indiretto dell’impresa di gruppo*, in *Contr. impr.*, 1990, pp. 401 ss.
- A. GAMBARO, *Il trust in Italia e in Francia*, in *Scritti in onore di Rodolfo Sacco. La comparazione giuridica alle soglie del terzo millennio*, I, a cura di P. Cendon, Milano, 1994, pp. 495 ss.
- A. GAMBARO, voce *Diritti reali (diritto internazionale e comparato)*, in *Enc. dir., Annali*, 1, Milano, 2007, pp. 473 ss.

- A. GAMBARO, *La proprietà. Beni, proprietà, possesso*, Milano, 2017.
- A. GAMBARO-R. SACCO, *Sistemi giuridici comparati*, in *Trattato di diritto comparato*, diretto da R. Sacco, Torino, 2018.
- A. GAMBINO, *La disciplina del conflitto di interessi del socio*, in *Studi in memoria di Roberto Bracco*, Padova, 1976, pp. 209 ss.
- A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni: abuso di potere nel procedimento assembleare*, Milano, 1987.
- A. GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 788 ss.
- A. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi in sede assembleare*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 395 ss.
- M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, III, pp. 2097 ss.
- S.J. GEIBEL, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, Tübingen, 2008.
- G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.
- F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, pp. 432 ss.
- C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, II, pp. 1146.
- M.S. GIANNINI, voce *Attività amministrativa*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, p. 988 ss.
- E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Milano, 2012.
- M. GIORGIANNI, voce *Diritti reali (Diritto civile)*, in *Nov. Dig. it.*, Torino, 1960, pp. 748 ss.
- P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 739 ss.
- G. GIUSTI, *Private equity deal making post-AIFMD: asset stripping rules*, in *dirittobancario.it*, 2014.

- S. GRUNDMANN, *Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand*, München, 1997.
- A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 409 ss.
- P. GUERRA, *Le società di partecipazione*, Milano, 1957.
- F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, pp. 685 ss.
- F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- E. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2011, pp. 1181 ss.
- G. GUIZZI, *Girata simulata e girata fiduciaria: spunti per una ricerca*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, pp. 558 ss.
- G. GUIZZI, *Gestione rappresentativa e attività d'impresa*, Padova, 1997.
- G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Milano, 2001, agg. V, pp. 744 ss.
- G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015, p. 109.
- G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo tra integrazione e autonomia*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, pp. 563 ss., edito anche in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 191 ss.
- M. HABERSACK, *Die Mitgliedschaft – subjektives und ‚sonstiges‘ Recht*, Tübingen, 1996.
- W. HADDING, *Verfügungen über Mitgliedschaftsrechte*, in *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, Berlin, 1990, pp. 31 ss.
- D. HECKELMANN, *Die uneinheitliche Abstimmung bei Kapitalgesellschaften*, in *AcP*, 1970, pp. 306 ss.
- T. HODGE, *The Alternative Investment Fund Managers Directive. The European Union Gives Private Equity Managers The “Social Market Economy” Treatment*, in *North Carolina Banking Institute*, n. 18, 2014, pp. 323 ss.
- N. IRTI, voce *Rilevanza giuridica*, in *Nov. Dig. It.*, XV, Torino, 1968, pp. 1105 ss.
- N. IRTI, *La polemica sui concetti giuridici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, pp. 9 ss.
- N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016.

- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964.
- P.G. JAEGER, *Sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, pp. 1113 ss.
- P.G. JAEGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger e Geraci, Milano, 1970, p. 29.
- P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976.
- P.G. JAEGER, *Mélange minimo sul voto divergente*, in *Giur. comm.*, 1977, I, pp. 366 ss.
- P.G. JAEGER, *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 3\*, *Assemblea*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, pp. 461 ss.
- H. KELSEN, *La dottrina pura del diritto*, Torino, 1966.
- H. KELSEN, *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, Milano, 2000.
- J. KLETT, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, Berlin, 2016.
- L. KLÖHN-P. SCHWARZ, *Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater*, in *ZIP*, 2012, pp. 149 ss.
- C. KUMPAN, *Private Equity und der Schutz deutscher Unternehmen*, in *AG*, 2007, pp. 461 ss.
- M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, I, pp. 491 ss.
- K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, in *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag*, München, 2013, pp. 733 ss.
- V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, 423 ss.
- A. LENER, *Commento all'art. 4 della l. 77 del 1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, pp. 421 ss.
- A. LENER, *Il rapporto tra i partecipanti e la società di gestione del fondo*, in *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento*, Atti del convegno di Padova del 5 maggio 1984, Padova, 1985, p. 46 ss.
- A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, p. 206.
- R. LENER, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, pp. 1050 ss.

- R. LENER, *Gestore unico e deleghe nella gestione*, in Assogestioni, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, pp. 146 ss.
- R. LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno di documentazione e ricerca Assogestioni n. 23, Roma, 2000, pp. 282 ss.
- R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, pp. 351 ss.
- R. LENER-A. GALANTE, *D. lgs. 58/1998. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Soc.*, 5, 1998, pp. 533 ss.
- R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 386.
- R. LENER-C. PETRONZIO, *The AIFMD's Transposition in Italy*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive* <sup>2</sup>, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 719 ss.
- M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *La responsabilità sociale dell'impresa. In ricordo di G. Auletta*, Torino, 2013, a cura di Di Cataldo-Sanfilippo.
- M. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 1 ss.
- M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in *Attraversare i confini del diritto. Giornata di studio dedicata a Sabino Cassese*, a cura di L. Torchia, Bologna, 2016.
- B. LIBONATI, *Società di investimento e investment trust*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 278, edito anche in *Scritti giuridici*, volume II, Milano, 2013, p. 8.
- B. LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano 1959.
- B. LIBONATI, *Responsabilità nel e del gruppo (Responsabilità della capogruppo, degli amministratori, delle varie società)*, in AA. VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996, pp. 1489 ss.
- B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 86 ss.
- P. LOVATO, *La società di gestione di investimenti mobiliari (Investment company)*, in *Riv. not.*, 1953, p. 613 ss.

- A. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. impr.*, 2011, pp. 604 ss.
- S. LUONNI-M. CAVANNA, *La natura del fondo comune di investimento alla prova della clausola di prelazione*, in *Giur. it.*, 2017, pp. 1636 ss.
- M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrecht*, in *AcP*, 1980, pp. 84 ss.
- M. LUTTER, *Vermögensveräußerungen einer abhängigen Aktiengesellschaft – Haftungsrisiken beim ‘asset stripping’*, in *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, Hrsg. J. Baur- K. Hopt, Berlin, 1990, pp. 125 ss.
- M. LUTTER- H. WAHLERS, *Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts*, in *AG*, 1989, pp. 1 ss.
- A. MAFFEI ALBERTI, *La legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Il mercato dei valori mobiliari e i fondi comuni di investimento*, a cura di AA. VV., Padova, 1985, pp. 3 ss.
- P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1985, pp. 1119 ss.
- P. MARCHETTI, *Problemi in tema di intermediari finanziari*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 15 ss.
- M. MARKWARDT, *Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnisse bei Personalhandelsgesellschaften*, Marburg, 1973.
- V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, pp. 309 ss.
- U. MATTEI, *A Theory of Imperial Law. A Study on U.S. Hegemony and the Latin Resistance*, in *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 2003, Vol. 10, Art. 14, pp. 383 ss.
- U. MATTEI, voce *Circolazione dei modelli giuridici*, in *Enc. dir.*, Annali, I, Milano, 2007, pp. 178 ss.
- M. MAUGERI, *Operazioni di fusione e scissione tra società di gestione del risparmio. Procedura di fusione di Fondi comuni*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali. SGR, Fondi comuni e SICAV*, Roma, 2000, pp. 227 ss.
- M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d’impresa*, Milano, 2010.

- M. MAUGERI, *Sul nuovo “protocollo di autonomia” della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, I, pp. 75 ss.
- M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, pp. 667 ss.
- M. MAUGERI, *Intestazione fiduciaria e circolazione della partecipazione*, in *ODCC*, 2016, p. 69.
- M. MAUGERI, *Lo statuto normativo della società quotata*, destinato alla pubblicazione in *Trattato sul Testo Unico della Finanza*, diretto da G. Presti e M. Cera.
- M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in corso di pubblicazione negli *Studi in onore di Gustavo Visentini*.
- L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia della impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 691 ss.
- H. MERTENS, *Deliktsrecht und Sonderprivatrecht – Zur Rechtsfortbildung des deliktischen Schutzes von Vermögensinteressen*, in *AcP*, 1978, pp. 227 ss.
- G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Torino, 1952.
- M. MIOLA, *Commento all’art. 33*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, volume I, *Intermediari e mercati*, Torino, 2002, pp. 387 ss.
- T. MÖLLERS-A. HARRER- T. KRÜGER, *Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM Richtlinie*, in *WM*, 2011, pp. 1537 ss.
- P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 957 ss.
- A. MONTI, *La tutela del risparmio nella legge n. 216, con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni d’investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, pp. 541 ss.
- A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp. 759 ss.
- C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e “azione di concerto”*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 141.
- L. MULA, *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *Riv. dir. banc.*, 2014.

- L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. dir. banc.*, 2017.
- R. MÜLLER-ERZBACH, *Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenken*, Weimar, 1948.
- R. MÜLLER-ERZBACH, *Das Erfassen des Rechts aus den Elementen des Zusammenlebens veranschaulicht Gesellschaftsrecht*, in *AcP*, 1955, pp. 321 ss.
- R. NICOLÒ, *Riflessioni sul tema dell'impresa e su talune esigenze di una moderna dottrina del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, pp. 177 ss.
- R. NICOLÒ, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1962.
- R. NICOLÒ, voce *Diritto civile*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 907.
- A. NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare. Struttura e natura giuridica*, Milano, 1970.
- A. NIGRO, voce *Investment trust*, in *Enc. dir.*, XXII, Milano, 1972.
- R. NOBILI, *Giurisprudenza antimonopolistica americana*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 582.
- M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, pp. 247 ss.
- E. NTUK, voce *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Aggiornamento, Torino, 2000, pp. 322 ss.
- V. OCCORSIO, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del T.U.F.*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 613 ss.
- G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942.
- G. OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, pp. 109 ss.
- G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, pp. 483 ss.
- R. ORESTANO, *Il problema delle fondazioni in diritto romano*, I, Torino, 1959.
- R. ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto. Linee di una vicenda concettuale*, in *Jus*, 1960, pp. 149 ss., edito anche in *Azione, diritti soggettivi, persone giuridiche. Scienza del diritto e storia*, Bologna, 1978.
- M. L. PASSADOR, *La mano «visibile» del legislatore europeo: il risparmio gestito dalla AIFMD al TUF*, in *Contr. impr.*, 2016, pp. 99 ss.
- G. PELLIZZI, *La «fattispecie» titolo di credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1957, I, pp. 548 ss.



- A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1017 ss.
- A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli-A. Banfi- G. Presti- M. Rescigno, Bologna, 2007, pp. 57 ss.
- A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016.
- L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.
- L. PICARDI, *Competenza gestoria degli amministratori e delega di funzione nella Sgr*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, pp. 61 ss.
- I. PICCIANO, *L'unione europea ha adottato una nuova direttiva che incoraggia l'impegno a lungo termine degli azionisti di società quotate dell'unione*, in *Società*, 2017, pp. 925 ss.
- E. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi d'investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, I, pp. 534 ss.
- G. PIVATO, *I fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1966, pp. 61 ss.
- G.B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 407 ss.
- G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*\*, Capitale Euro e Azioni, Conferimenti in denaro, Torino, 2004.
- G.B. PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1 ss.
- S. PUGLIATTI, *La rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 825.
- W. RATHENAU, *Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlin, 1917.
- A. REALI, *La fiducia e il trust*, in *Lezioni di diritto civile*, a cura di A. Gambaro-U. Morello, Milano, 2013, pp. 479 ss.
- V. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, pp. 347 ss.
- V. RENZULLI, *I fondi comuni di investimento: aspetti inerenti alla separazione patrimoniale*, Tesi di dottorato – XXVII Ciclo, Alma Mater Studiorum Università di Bologna.

- P. RESCIGNO, voce *Fondazione (dir. civ.)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, p. 805.
- P. RESCIGNO, voce *Proprietà (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXVII, Milano, 1988, 254 ss.
- P. RESCIGNO, *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *I fondi comuni di investimento nella l. 77/1983*, Atti del convegno promosso dalla Camera di commercio di Firenze del 12 novembre 1983, a cura di AA. VV., Milano, 1985, pp. 85 ss.
- D. REUTER, § 38 *BGB*, in *Münchener Kommentar zum BGB* <sup>4</sup>, München, 2001.
- F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, pp. 772 ss.
- G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.
- U. RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, in *95 Minnesota Law Review*, 2011, 1822 ss.
- G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- G. ROSSI, *Una proposta d'interpretazione della legge sui fondi comuni di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger e P. Casella, Milano, 1984, pp. 7 ss.
- G. ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 1083 ss.
- G. ROTH, *Das Treuhandmodell des Investmentrechts. Eine alternative zur Aktiengesellschaft?*, Frankfurt am Main, 1972.
- E. RUFFINI, *Il principio maggioritario. Profilo storico*, Milano, 1976.
- E. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare. Contributo allo studio del d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83*, Milano, 1995.
- R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, 3\*, *Assemblea*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, pp. 345 ss.
- R. SACCO, *Principio consensualistico ed effetti del mandato*, in *Foro it.*, 1966, I, p. 1389.
- A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di interessi*, in *Contr. e impr.*, 2017, I, pp. 115 ss.
- L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.

- G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 392 s.
- G. SANDRELLI- M. EREDE, “Inappropriate short-term activism” vs. “appropriate long-term engagement”: *Note critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea*, in *Rivista ODC*, 2013.
- C. SANTAGATA, *Del mandato. Disposizioni generali, Art. 1703-1709*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja-G. Branca, Bologna-Roma, 1985, pp. 369 ss.
- U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998.
- A. SANTONI, *Crisi del fondo comune di investimento, crisi della SGR e accordo di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. comm.*, 2016, II, pp. 120 ss.
- G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985.
- F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Milano, 1978.
- A. SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, II, pp. 1128 ss.
- L. SCHÄFER, *Corporate governance bei Kapitalanlagegesellschaften – Fund governance*, Berlin, 2009.
- M. SCHÄFER, *Die Wahrheit über die Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die deutsche AG umbauen*, Frankfurt am Main, 2007.
- K. SCHMIDT, *Die Vereinsmitgliedschaft als Grundlage von Schadenersatzansprüche – Positive „Vertragsverletzung“ und „sonstiges Recht“ im Innenrecht des Vereins -*, in *JZ*, 1991, pp. 157 ss.
- K. SCHMIDT, *Das Rätsel Treuhandkonto – Gedanken über Unmittelbarkeit, Mittelherkunft, und Offenkundigkeit als Kriterien der Verwaltungstreuhand*, in *Norm und Wirkung - Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag*, Bern-München, 2005, p. 933 ss.
- K. SCHMIDT, § 105 HGB, in *Münchener Kommentar zum HGB* <sup>2</sup>, München, 2006.
- K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht* <sup>5</sup>, Köln-Berlin-Bonn-München, 2015.
- U. SCHNEIDER, *Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? – Die sieben Halbwahrheiten über die “neuen Investoren”*, in *AG*, 2006, pp. 577 ss.

- U. SCHNEIDER, *Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity*, in *NZG*, 2007, p. 888.
- U. SCHNEIDER, *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, in *ZGR*, 2012, pp. 519 ss.
- U. SCHNEIDER-H. ANZINGER, *Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru’s enormous clout“*, in *NZG*, 2007, pp. 94 ss.
- SCHRÖDER-RAHN, *Das KAGB und Private-Equity-Transaktionen – Pflichten für Manager von Private-Equity-Fonds und deren Verwahrstellen*, in *GWR*, 2014, pp. 52 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, pp. 115 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *La fusione transfrontaliera di Sgr*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, pp. 203 ss.
- R. SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, pp. 331 ss.
- O.T. SCOZZAFAVA, *I beni e le forme giuridiche di appartenenza*, Milano, 1982.
- S. SEGNALINI, *Art funds e gestione collettiva del risparmio*, Torino, 2016.
- D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010.
- L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 1155.
- M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.
- S. SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis – Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburg, 1933.
- M. SÖHNER, *Beteiligungstransparenz, Hebelfinanzierung und asset stripping nach der AIFM-Richtlinie*, in *WM*, 2011, pp. 1125 ss.
- P. SPADA, voce *Impresa*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, VII, Torino, 1992, pp. 42 ss.
- P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, spec. pp. 842 ss.

- P. SPADA, *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai Contratti associativi di Paolo Ferro Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II, pp. 143 ss.
- P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1138 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 171 ss.
- M. STELLA RICHTER jr, *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Milano, 1996.
- M. STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 196 ss.
- M. STELLA RICHTER jr, *L’esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, pp. 791 ss.
- M. STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d’investimento*, in *L’attuazione della Mifid in Italia*, Bologna, 2010, pp. 437 ss.
- M. STELLA RICHTER jr, *Prefazione*, in *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, a cura di S. Alvaro-F. Annunziata, *Quaderni giuridici Consob*, n. 17, settembre 2018, pp. 3 ss.
- L. STOUT, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and The Public*, San Francisco, 2012.
- E. STRIPPOLI, *Le Sgr e le partecipazioni rilevanti*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, pp. 239 ss.
- S. TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der AIFM-Richtlinie und des Dodd-Frank-Act unter ergänzender Einbeziehung des AIFM-Umsetzungsgesetzes und der EuVECA-VO*, Frankfurt am Main, 2016.
- G. TARELLO, *L’interpretazione della legge*, Milano, 1980.
- C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005.
- C. THIERMANN, *Beschränkungen von Leveraged Buy-Outs durch das Asset Stripping Verbot des § 292 KAGB?*, in *NZG*, 2016, pp. 335 ss.

- U. TOMBARI, *Potere e interessi nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.
- A. TRAVERSI, *La disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare e dei titoli atipici. Legge 23 marzo 1983, n. 77*, Ipsoa, 1983, pp. 3 ss.
- V. TROIANO, art. 40, in *Commentario al Tuf*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 419 ss.
- P. VALSECCHI, *L'investment trust svizzero*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 380 ss.
- M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht Law Review*, 2014, pp. 116 ss.
- C.F. VAUPEL, *Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater*, in *AG*, 2011, pp. 65 ss.
- F. VELLA, «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto delle società, in *Banca impresa società*, 1998, pp. 379 ss.
- F. VELLA, Art. 40, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, pp. 357 ss.
- A. VENDITTI, *Appunti sul mandato*, Napoli, 1966.
- G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1195 ss.
- G. VISENTINI, *La gestione del fondo da parte delle Sgr: inquadramento giuridico, in Assogestioni. Quaderni di documentazione e ricerca n. 23*, Roma, 2000, pp. 129 ss.
- P. VITALE, *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano, 1964.
- E. VON CAEMMERER, *Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften*, in *JZ*, 1958, p. 46.
- A. WATSON, *The importance of nutshells*, in *The American Journal of Comparative Law*, 1994, pp. 1 ss.
- R. WEIGMANN, *I fondi mobiliari come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1089 ss.
- W. WEITNAUER, *Management-Buy-Out*<sup>2</sup>, München, 2013.
- W. WEITNAUER, *Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche*, in *AG*, 2013, pp. 672 ss.
- H. WIEDEMANN, *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*, München, 1965.

- H.U. WILSING, *Corporate Governance in Deutschland und Europa. Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, in *ZGR*, 2012, p. 306.
- D. ZETZSCHE, *Die Europäische Regulierung von Hedgefonds und Private Equity – ein Zwischenstand*, in *NZG*, 2009, pp. 692 ss.
- D. ZETZSCHE, *Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds*, in *NZG*, 2012, pp. 1164 ss.
- D. ZETZSCHE, *Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?*, 2013, disponibile in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015.
- D. ZETZSCHE-C. PREINER, *Scope of the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetzsche, Alphen aan den Rijn, 2015, pp. 49 ss.
- D. ZETZSCHE-C. PREINER, *CSR Responsible Investments and the AIFMD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*<sup>2</sup>, a cura di D. Zetzsche, Alphen aan den Rijn, 2015, p. 187 ss.