



STUDIO
LEGALE E TRIBUTARIO

Milano, 8 agosto 2014

A mezzo email (PEC)
ram@pec.bancaditalia.it

Spett.le

Banca d'Italia

**Servizio Regolamentazione e Analisi macroprudenziale,
Divisione Regolamentazione II**

Oggetto: Disciplina in materia di Gestione Collettiva del Risparmio. Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica. Documento di consultazione congiunto Consob/Banca d'Italia, 26 giugno 2014

CONSULTAZIONE PUBBLICA: «*iii) “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità)*»

Gentili Signori,

abbiamo il piacere di inviarVi, qui di seguito, le nostre osservazioni in merito al documento di cui in oggetto sottoposto a pubblica consultazione.

L'occasione ci è gradita per porgere i nostri migliori saluti.

Avvocato Paolo Carrière, CBA Studio Legale e Tributario, Milano - Professore a contratto di diritto commerciale presso l'Università Commerciale “Luigi Bocconi”, Milano

20122 MILANO
Galleria San Carlo, 6
Tel. +39 02 778061
Fax +39 02 76021816
E-mail: milano@cbalex.com

00196 ROMA
Via Flaminia, 135
Tel. +39 06 89262900
Fax +39 06 89262921
E-mail: roma@cbalex.com

35137 PADOVA
Galleria dei Borromeo, 3
Tel. +39 049 0979500
Fax +39 049 0979521
E-mail: padova@cbalex.com

30135 VENEZIA
Santa Croce, 251
Tel. +39 041 2440266
Fax +39 041 2448469
E-mail: venezia@cbalex.com

D-80539 MÜNCHEN
Ludwigstrasse 10
Tel. +49 (0)89 99016090
Fax +49 (0)89 990160999
E-mail: muenchen@cbalex.com

Il difficile coordinamento della disciplina societaria primaria della SICAF con la disciplina societaria della società per azioni di diritto comune e della SICAV: proposta per una ricomposizione ermeneutica del quadro normativo della gestione collettiva del risparmio ad opera della normativa secondaria demandata a Banca d'Italia*.

1. Premessa

Il legislatore è intervenuto nell'ambito del processo di recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) a colmare alcune evidenti lacune che hanno caratterizzato sin qui la riserva di attività prevista nel Testo Unico della Finanza (TUF) per lo svolgimento dell'attività di "gestione collettiva del risparmio", quale pare oggi essersi finalmente ricomposta in maniera assai più coerente e conforme alle Direttive Europee di settore. In particolare e *in primis*, con il citato intervento normativo, il legislatore ha provveduto a ridefinire l'ambito della "riserva di attività" in questione¹, riformulando le definizioni normative rilevanti in maniera tecnicamente ben più corretta ed efficace e richiudendo, in tal modo, i varchi di ambiguità ermeneutica nel quale erano venuti ad inserirsi e ad operare una serie di operatori che, pur svolgendo nella sostanza anch'essi attività di gestione collettiva del risparmio, si sottraevano alla puntuale regolamentazione e vigilanza prevista per quella². Secondariamente e conseguentemente viene ora e per la prima volta disciplinata nel nostro ordinamento la fattispecie della società di investimento a capitale fisso (SICAF), offrendosi quindi a quegli stessi operatori uno schema operativo positivamente autorizzato e disciplinato, compatibile (entro certi limiti, peraltro, come vedremo) con lo svolgimento dell'attività sinora svolta da c.d. società di investimento o *investment companies*; schema operativo nel quale tali veicoli di *private equity* dovrebbero a breve "trasformarsi" (utilizzato qui il termine in senso atecnico).

Ne consegue, dunque, che ogni attività di gestione collettiva del risparmio organizzata in forma societaria debba oggi svolgersi secondo uno dei due schemi d'investimento resi disponibili dall'ordinamento: la SICAV e, ora, anche la SICAF. Non potranno pertanto più residuare, al di fuori di questi due modelli, spazi liberi di movimento per "veicoli" societari di diritto comune, posto che gli stessi fenomeni dei c.d. *family*

(*) Nel presente contributo attingerò ampiamente alle argomentazioni già sviluppate nell'ambito di due recenti lavori apparsi l'uno sulla *Rivista delle Società* (2014, 449) dal titolo *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre* e l'altro in corso di pubblicazione sulla *Rivista di diritto societario* dal titolo *La "crisi" nei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*.

¹ Su questa tematica si vedano le considerazioni espresse in nel mio P. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Riv. soc.*, 2005, 1115 ss., che paiono oggi, dunque, finalmente superate dall'intervento in esame.

² In relazione a tale problematica cfr. P. CARRIÈRE, *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2007, 1084 ss.

office o delle società di partecipazione finanziaria non sono neppure, di per loro, riconducibili al fenomeno della gestione collettiva del risparmio e, pertanto, non costituiscono propriamente una deroga alla disciplina applicabile.

Alla luce di quanto sopra, si porrà allora il tema della trasformazione (in senso atecnico) delle “generiche” società di investimento o *investment companies* in SICAF, tramite un’opera di adeguamento degli statuti sociali alle rigide previsioni oggi previste dalla nuova normativa, oltretutto delle strutture organizzative e delle condotte comportamentali al complessivo quadro disciplinare che regola lo svolgimento dell’attività di gestione collettiva del risparmio.

2. L’opportuno (seppur tardivo) rimedio alla lacuna esistente nel sistema normativo della riserva: l’introduzione della SICAF nell’ordinamento.

Preso atto della chiara e opportuna scelta del legislatore, possiamo valutare quali sono le opzioni di fondo accolte nel disegnare la specifica disciplina che quest’ultimo ha ritenuto di articolare per questo nuovo protagonista della gestione collettiva del risparmio. Sotto un profilo “definitorio”, dalla lettura della Relazione Illustrativa possono trarsi le seguenti indicazioni generali: la SICAF è una società per azioni a capitale fisso di nuova istituzione; è un OICR di tipo chiuso; rientra nell’ambito della direttiva 2011/61/UE (AIMFD) e quindi è un fondo alternativo di investimento (FIA) o gestore di un fondo alternativo di investimento (GEFIA); può gestire direttamente il proprio patrimonio o affidarne la gestione ad un gestore esterno; è disciplinata dal TUF e dal codice civile; è autorizzata dalla Banca d’Italia. Sotto un profilo precettivo, le opzioni di fondo che possono trarsi dalla stessa Relazione Illustrativa sono invece le seguenti: la disciplina delle SICAF è costruita sul modello attuale delle SICAV e «le differenze tra SICAF e SICAV sono limitate»³; la disciplina delle SICAF è ispirata, da un lato, ad allineare *mutatis mutandis* il suo regime di vigilanza con quello dei fondi chiusi (e relative SGR) e al contempo ad assicurare massima flessibilità alla luce delle prassi di mercato.

Ciò detto in via generale occorre soffermarsi a riflettere sulle peculiarità concettuali (e le ricadute) che comporta (e, sin dall’originaria regolamentazione della SICAV, ha comportato) l’utilizzo di uno schema di tipo societario – quello della società per azioni – ove questo risulti applicato al peculiare fenomeno economico in esame, di natura eminentemente gestoria e non, invece, di tipo classicamente imprenditoriale⁴.

³ Tale medesimo concetto è altresì ribadito nell’ambito del documento per la Consultazione del giugno 2014 Banca d’Italia/Consob, laddove nella sezione IV “modifica alla disciplina della Banca d’Italia” al paragrafo 1.1, *sub* paragrafo Autorizzazione si sottolinea come la nuova disciplina della SICAF “ricalca quella della SICAV”.

⁴ Perlomeno nella sua originaria e generalizzata configurazione e salvo quanto diremo per i fondi immobiliari e di *private equity*.

L'analisi può utilmente partire dalle osservazioni⁵ che furono da subito sviluppate in merito alle inedite ed eversive ricadute concettuali e di disciplina, osservabili nella prima esperienza di applicazione dello schema giuridico delle società per azioni al fenomeno della gestione collettiva del risparmio: la SICAV⁶. Alla luce del fatto che questa rappresenta, come visto, il modello di riferimento della stessa SICAF, quelle stesse osservazioni potranno allora essere qui riprese con piena valenza analitica e conoscitiva anche per quest'ultima (limitandoci in questa sede a considerare i profili di specificità comuni e, quindi, diversi dall'elemento della variabilità/fissità del capitale).

Dato di partenza era (ed è) quello della coincidenza, qui – diversamente da quanto descrivibile nei fondi chiusi di investimento – tra partecipante all'investimento/conferente del patrimonio e azionista del veicolo che detiene e gestisce (normalmente, salva la possibilità della delega esterna) il patrimonio oggetto dell'attività gestoria stessa; in tal senso, la peculiare modalità attraverso cui avviene la gestione collettiva è quella della partecipazione (indiretta) al patrimonio di una entità societaria.

Nello schema storicizzato e unico della gestione collettiva del risparmio, ci si trova, dunque, e innanzitutto davanti ad una pluralità (parallela, anche se non necessariamente simultanea) di apporti di patrimonio che costituiscono atti di "investimento" e non, dunque, atti di "finanziamento" di una (ulteriore) attività di natura imprenditoriale. Da tale prospettiva originaria e qualificante del fenomeno consegue che l'attenzione del legislatore è stata qui essenzialmente e tradizionalmente focalizzata sulla tutela delle posizioni creditorie dei partecipanti, mentre le classiche preoccupazioni di tutela del credito commerciale sono risultate sin dall'inizio sostanzialmente estranee al fenomeno⁷. Un primo corollario di tale impostazione è quello che la modalità tipica, qualificante ed esclusiva della partecipazione alla gestione "in monte" – ove incardinata nello schema operativo societario – non può che essere "veicolata" nella e rappresentata dalla partecipazione societaria, a sua volta rappresentativa in via indiretta del patrimonio sociale, di natura collettiva e gestito "in monte"; non pare dunque compatibile (sovrapponibile o affiancabile) con tale schema, la compresenza di altre modalità di partecipazione (di natura statutaria o contrattuale), contenuto e profilo di rischio (giuridico o economico) diversi. In particolare, lo schema in esame non pare tollerare, sotto questo profilo, la coesistenza di modalità di partecipazione (*rectius*, di investimento), riconducibili a cause giuridiche diverse:

⁵ Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, in *Riv. soc.*, 1992, 736; successivamente riprese da R. LENER, Art. 3, in *Le società di investimento a capitale variabile* (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84), a cura di R. LENER, Torino, 1994, 37 ss.; E. ZAMPELLA, Art. 45 *Capitale e azioni*, in *Testo Unico della finanza*, a cura di G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, I, 396; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2008, I, 65.

⁶ Per una panoramica sulla tematica dogmatica della riconducibilità stessa della SICAV – in virtù delle rilevanti deviazioni di disciplina per essa previste – alla S.p.A., v. C. COMPORTI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 1993, III, 139; S. PALLINI, Art. 43, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria – Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, 329; V. ROPPO, *Le società di investimento a capitale variabile (SICAV): prime considerazioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 678 e ID., in *Riv. not.*, 1992, VI, 1371; S. PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la SICAV*, in *Banche e banc.*, 1993, V, 353.

⁷ Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, cit., 732; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV*, cit., 396.

finanziamento, associazione in partecipazione, cointeressanza, ecc. Una diversa conclusione renderebbe del tutto vana e inefficace la previsione di un modello operativo *standard* di gestione collettiva “in monte” (alternativo – ma solo nella modalità tecnica di operatività – all’altro legittimamente ammesso, quello cioè di natura contrattuale rappresentato dai fondi comuni di investimento), sul quale è calibrata la disciplina di tutela del risparmio sottesa al fenomeno unitario della gestione collettiva. La standardizzazione e l’uniformità del modello⁸ di partecipazione paritaria e indiretta al “comune” patrimonio (facente qui formalmente capo al comune veicolo societario) e, quindi, l’uniformità del substrato patrimoniale e del profilo di rischio rappresentato da ogni *unit* (quote o azioni), paiono dunque elementi qualificanti dello schema operativo in esame da recepirsi anche a livello statutario prevedendosi «come oggetto esclusivo, l’investimento collettivo» (v. in tal senso la definizione stessa di SICAV e SICAF e l’art. 35-*bis*, comma 1, lett. f), TUF; ne consegue la difficoltà di concepire qualsiasi modalità di “personalizzazione” o “calibrazione” quantitativa (che non risponda al rigido criterio della proporzionalità all’investimento) e ancor più qualitativa (in termini di natura giuridica, contenuto dei diritti patrimoniali – di remunerazione, di rimborso degli apporti, di partecipazione alle “perdite” – e, quindi, di partecipazione al rischio)⁹.

Altro tradizionale, ancor più radicale e qualificante corollario di disciplina è individuabile nella coincidenza concettuale e, quindi, disciplinare tra capitale e patrimonio netto. Come l’altro sopra appena descritto, anche questo corollario prescinde di per sé dall’elemento della variabilità (pur potendolo ritenere particolarmente funzionale a quella)¹⁰. Volendo indagare il senso originario e la portata di tale impostazione concettuale di fondo, ci si avvede come la più evidente e rilevante ricaduta di una tale affermazione normativa è stata sin dall’inizio e costantemente individuata, in dottrina, nella sostanziale rinuncia, in questo modello

⁸ Si può rinviare a quanto già sopra esposto al paragrafo 3; in dottrina: v. C. ANGELICI, *Art. 4, Le società di investimento a capitale variabile* (Commento al d.lgs. 25 gennaio 1992 n. 84), a cura di R. LENER, Torino, 1994, 51; F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010, 457. Può segnalarsi che, per i fondi comuni d’investimento, l’originario divieto di emettere quote con diritti diversificati (originariamente previsti nell’art. 36, comma 8, TUF) è caduto, dando ora la possibilità di emettere “classi” di quote; tale possibilità, tutta da interpretare alla luce del principio di standardizzazione delle modalità di partecipazione al patrimonio gestito “in monte” risulta accostata, nel Regolamento di Banca d’Italia, alla strutturazione di comparti; rimane oscuro se tale debba intendersi come un mero (casuale) accostamento o se da ciò debba inferirsi una connessione logica tra le due situazioni che parrebbe allora compatibile con il rispetto del principio di base della standardizzazione (e, in tal senso, depone oggi per la SICAF la previsione di cui all’art. 35-*quiquies*, comma 4, lett. c) TUF); deve peraltro segnalarsi come l’esperienza dei regolamenti oggi osservabili sul mercato vede come assolutamente invalsa l’emissione di “classi di quote” indipendentemente dalla compartimentazione del fondo.

⁹ Situazione che parrebbe inoltre porsi in contrasto con il principio generale di parità di trattamento sancito nella direttiva all’art. 12.1, lett. f) e recepito nell’art. 35-*decies*, comma 1, lett. d) del TUF, che pare poter subire limitate e speciali eccezioni; tali eccezioni paiono peraltro riferibili solo a condotte comportamentali del gestore, trattamenti di favore, e non invece ad elementi di natura strutturale, che possono incidere sulla stessa riconducibilità al modello di riferimento.

¹⁰ Come correttamente evidenziato da R. LENER, *Art. 3*, cit., 36, che evidenzia come in altre legislazioni la disciplina della SICAV, pur innanzi all’elemento della variabilità, mantiene il ricorso ad una nozione di capitale sociale non coincidente con quello di patrimonio netto. Sul tema v. anche M. GHISALBERTI - B. NAVARRA, *Art. 45*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di M. FRATTINI - G. GASPARRI, Torino, 2012, 664.

societario, ad un regime di «tutela giuridica differenziata e rigorosa del capitale, propria del comune diritto societario rispetto alle altre aliquote del c.d. patrimonio netto»¹¹; non è qui individuabile il tradizionale apparato di disciplina volto alla tutela della integrità e conservazione di quella entità¹² e ciò, come già detto, sul presupposto che non siano qui rintracciabili le medesime esigenze che sostengono e giustificano la sua tradizionale funzione “vincolistica”¹³ a protezione dei creditori sociali (sostituita qui dalla assorbente prospettiva della tutela dei partecipanti, al contempo soci investitori); da ciò discende che risulterà, in questa sede, inapplicabile «il nucleo essenziale della disciplina comune della particolare tutela del capitale, *rectius*: di un’aliquota del patrimonio netto corrispondente al capitale»¹⁴. Altra rilevante ricaduta concettuale che promana da tale assimilazione a cui occorre accennare è la sostanziale impossibilità o meglio inutilità di configurare – in senso tecnico – i tradizionali concetti di sovrapprezzo e quelli di perdita o utile come periodica rilevazione del risultato di un’attività di natura imprenditoriale; questi venendosi a manifestare, in via continuativa, come modifica negativa o positiva del valore del patrimonio netto, parendo qui del tutto inconferente la disciplina societaria relativa alla loro rilevazione/distribuzione (per gli utili) o assorbimento/imputazione (per le perdite)¹⁵.

3. La SICAF “ibrida”: considerazioni critiche.

Alla luce di questi che dobbiamo ritenere gli assunti concettuali accolti originariamente e tuttora rinvenibili alla base della non facile opera di adattamento/conformazione del tradizionale modello societario delle società per azioni (e quindi della relativa disciplina) alla peculiare finalità gestoria “in monte” per cui essa è qui utilizzata¹⁶, possiamo valutare più consapevolmente alcuni scostamenti di disciplina che il legislatore ha previsto o avallato per la SICAF, rispetto al modello di riferimento che abbiamo visto essere la SICAV, dovendo a tal proposito ribadire come sottostanti alle due fattispecie rimangono rintracciabili, con

¹¹ Così P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, cit., 733; R. LENER, Art. 3, cit., 35.

¹² Cfr. E. ZAMPELLA Art. 45 *Capitale e azioni*, cit., 397 ss.

¹³ Salvo quanto diremo oltre in merito alla silenziosa “mutazione genetica” che stanno subendo alcune tipologie di OICR: in particolare quelli immobiliari e di *private equity*.

¹⁴ Cfr. P.G. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, cit., 734: «la coincidenza tra capitale e patrimonio fa dunque venir meno la funzione giuridica della articolazione delle poste del patrimonio netto tipica della disciplina contabile della società per azioni in quanto diretta a stabilire vincoli di diversa intensità dell’attivo. È insomma il sistema delle riserve, ad iniziare da quella legale, dei c.d. fondi disponibili a non avere più la classica funzione sua propria e così a non avere più applicazione. Non trova ovviamente neppure applicazione, sempre perché non ha ragion d’essere mancandone il presupposto logico (distinzione tra capitale e riserve), l’aumento di capitale gratuito».

¹⁵ Cfr. M. GHISALBERTI - B. NAVARRA, Art. 45, cit., 665.

¹⁶ Può qui rinviarsi alle risalenti osservazioni di R. COSTI in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger-P. Casella Milano, 1984, 91 – avanzate in sede di prima introduzione nell’ordinamento dei fondi comuni di investimento, con riferimento alla diversa opzione societaria allora perseguita dal legislatore – in relazione alla stessa connessione tra “struttura” e “funzione”.

riguardo ai profili qui in analisi, impostazioni concettuali ed esigenze di tutela del tutto analoghe (non rilevando qui in alcun modo il profilo della variabilità/fissità del capitale che è destinato a riflettersi su altri profili di disciplina qui non conferenti). Scostamenti di disciplina che, possiamo sin da ora anticipare, paiono per un verso frutto di una incomprensione di fondo delle sopra riferite opzioni concettuali che si risolvono in una curiosa eterogenesi dei fini e che, per altro verso, rischiano di avere ricadute stravolgenti nel modello di riferimento, nonostante il legislatore si sia premurato di chiarire che, come già segnalato, «le differenze tra SICAF e SICAV sono limitate» (!)¹⁷. Due e connessi sono in particolare i punti di rottura più eclatanti. Il primo, il venir meno della equiparazione concettuale capitale-patrimonio netto (tuttora vigente per le SICAV), asseritamente giustificato dall'esigenza di dare "elasticità" al modello. Il secondo, il venir meno del divieto (tuttora vigente nelle SICAV) di emissione di categorie speciali di azioni, dotate di diritti speciali e, anzi, l'esplicita previsione della possibilità di emettere, a fianco delle azioni (anche speciali, quindi) anche strumenti finanziari partecipativi e azioni di risparmio.

Con riferimento al primo aspetto si è infatti assistito a quel che non può non apparire un inverosimile fraintendimento che si è risolto, come già anticipato, in una evidente eterogenesi dei fini, tutta e sola basata sul travisamento dei presupposti e delle conseguenze concettuali che il legislatore storico delle SICAV aveva assai più consapevolmente accolto nell'intervento normativo del '92 nei termini illustrati nel precedente paragrafo. L'affermazione di partenza che può trarsi dalla lettura dei lavori della Consultazione (pur legittimamente e comprensibilmente sostenuta dalle associazioni di categoria) è quella in base alla quale fosse necessario prevedere una maggiore "flessibilità operativa" rispetto al «modello rigido di finanziamento»¹⁸ della SICAF previsto dalle nuove norme»¹⁹. In particolare, a tal fine, veniva invocata la deroga per la SICAF alla regola della equivalenza tra capitale e patrimonio netto; regola invece confermata per la SICAV, «con ciò apparentemente escludendo la possibilità di apporti patrimoniali diversi dal versamento di azioni».

Il legislatore, si legge nella Relazione Illustrativa, ha ritenuto, dunque, di accogliere «laddove possibile» le proposte formulate in sede di consultazione; e ciò ha fatto, innanzitutto, affermando che «il capitale delle SICAF non può sempre essere uguale al patrimonio netto, in quanto gli schemi di investimento di natura societaria prevedono di regola una struttura patrimoniale articolata in un capitale di entità ridotta e in una o più riserve di capitale in cui sono contabilizzati i versamenti degli investitori (per la parte degli impegni finanziari che supera il valore nominale delle rispettive azioni)». Alla luce di tali indicazioni programmatiche il legislatore, in accoglimento (acritico) delle voci che provenivano dal mercato, è così intervenuto

¹⁷ Vedi sopra nota 3.

¹⁸ Già la locuzione qui utilizzata (rispetto a quella più propria di "investimento") denuncia l'ambigua e discutibile prospettiva analitica da cui si muove.

¹⁹ Documenti di Consultazione rinvenibile sul sito del Dipartimento del Tesoro alla sezione Consultazioni Online: http://www.dt.tesoro.it/it/regolamentazione_settore_finanziario/consultazioni_pubbliche_online_corrente/consultazione_investimenti_alternativi.html.

sull'impianto normativo del TUF, omettendo nell'art. 35-*quinquies*, comma 1, TUF il principio (sancito, come detto, tuttora nell'art. 35-*quater*, comma 1, TUF per le SICAV) in virtù del quale «il capitale della SICAV è sempre eguale al patrimonio netto della società (...)».

A causa, dunque, del fraintendimento delle opzioni e implicazioni concettuali sottese alla disciplina del modello preso a riferimento (la SICAV), credendosi di invocare e concedere maggiore “flessibilità operativa”, si è in realtà richiesta e concessa la disapplicazione proprio di un principio di maggior “flessibilità”, con ciò pervenendosi ad un risultato esattamente opposto a quello perseguito. L'abbandono del principio di coincidenza concettuale tra capitale e patrimonio netto – di cui sopra abbiamo ricostruito fondamenti e conseguenze – vale infatti a ripristinare l'operatività della tradizionale disciplina societaria volta come essa è alla tutela dell'integrità del capitale sociale, tramite un'articolazione delle poste di patrimonio netto e finalizzata proprio a creare per esse vincoli di diversa intensità a tutela dei creditori. Si è dunque invocato il ristabilimento di una disciplina che appare certamente più rigida tipicamente in occasione di operazioni di aumento (con necessità di applicare, ove necessario, il diritto di opzione e di reintrodurre il concetto di sovrapprezzo) o di riduzione (per effetto di rimborsi)!

Esito questo che (per quanto qui non consapevolmente voluto) potrebbe, peraltro, ritenersi venir correttamente incontro a legittime istanze di riconsiderazione del fenomeno in esame che – come vedremo oltre – pur sarebbe oggi lecito avanzare alla luce del progressivo scolorirsi, perlomeno in certi casi, dell'opzione concettuale che tale equiparazione giustificava; e cioè l'assenza, in tale contesto, di esigenze di tutela di posizioni creditorie di terzi. Come ora diremo, infatti, perlomeno in relazione alla gestione collettiva avente ad oggetto attività immobiliare o di *private equity*, l'esperienza evidenzia una progressiva “mutazione genetica” da modello prettamente gestorio ad uno di natura più tradizionalmente imprenditoriale, accelerata oggi dalle accresciute possibilità di far ricorso alla leva finanziaria al fine di incrementare il patrimonio gestito e la sua redditività. Chiarito l'equivoco prodottosi con la disposizione normativa esaminata occorre conclusivamente soffermarsi a considerare un'ulteriore potenziale ricaduta di tale istanza. E, infatti, essa traspare altresì alla base della già richiamata, criptica, affermazione programmatica rinvenibile nella Relazione Illustrativa, in base alla quale «gli schemi di investimento di natura societaria prevedono di regola una struttura patrimoniale articolata in un capitale di entità ridotta e in una o più riserve di capitale in cui sono contabilizzati i versamenti degli investitori»; affermazione questa che pare proprio voler rispondere alle richieste degli operatori che, in sede di consultazione, invocavano il mantenimento di una prassi invalsa presso i veicoli societari di *private equity*, sottolineando come «gli impegni finanziari degli investitori sono versati alla società di investimento in forza di un contratto tra la società stessa e gli investimenti stessi che disciplina l'intero schema (l'equivalente insieme allo statuto del regolamento dei fondi gestiti da SGR) – sotto forma di apporti patrimoniali (versamenti in conto capitale) che non richiedono l'emissione di nuove azioni. Ciò semplifica le modalità di versamento e distribuzione, consente di mantenere ferma nel tempo la struttura azionaria pianificata (...) e aiuta ad evitare complicazioni nella gestione di quei versamenti (...)». Il

legislatore, dunque, anche in tal caso, si è mostrato *market friendly*, parendo cioè disposto ad avallare tale operatività e a riconoscerne acriticamente (?) la conformità al modello organizzativo della SICAF. Anche in questa, quindi, vi sarebbe ampio spazio per l'autonomia privata che, al pari di quanto riscontrabile in qualunque società per azioni, potrà liberamente articolare forme di raccolta di mezzi “finanziari” (?) con le più varie modalità contrattuali e giuridiche, presso soci o non soci, ricorrendo quindi allo schema del finanziamento (soci o meno), dell'associazione in partecipazione, della cointeressanza, del versamento in conto capitale, a fondo perduto, ecc. È chiaro però che se questa fosse la lettura da dare alle indicazioni che possono leggersi nella Relazione Illustrativa, assisteremmo alla possibilità da parte degli operatori di dar corso con tutta la fantasia e sostanzialmente senza limiti, alla ibridazione del modello SICAF (fino allora a snaturare l'essenza di veicolo gestorio “in monte” e a svuotare conseguentemente e per buona parte il senso della “riserva” appena ristabilita?). Il riconoscere alla SICAF la stessa libertà di movimento che, a seguito della riforma del 2003, vige oggi quanto mai illimitata per ogni società per azioni nell'articolazione della sua struttura di finanziamento, pare infatti contraddire (o forse sancire il definitivo superamento²⁰) l'opzione normativa di fondo, che individua in modelli organizzativi rigidi gli schemi gestori di investimento utilizzabili per l'attività di gestione collettiva del risparmio che, come tale, si qualifica proprio in virtù della natura “collettiva”, “in monte”, di quella gestione (e che, come già detto, deve essere recepita anche a livello di statuto, nell'oggetto sociale); il che impone necessariamente l'adozione di schemi di partecipazione paritaria al comune patrimonio, sostanzialmente standardizzati e omogenei²¹. Questa stessa considerazione potrebbe allora indurre a dubitare altresì della intrinseca coerenza concettuale e sistematica dell'altra connessa istanza invocata dalla prassi e anch'essa accolta, ci pare anche qui acriticamente, dal legislatore il quale, nella Relazione Illustrativa, chiarisce come «alle SICAF devono potersi applicare le regole codicistiche che consentano di creare più categorie di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali diversi ai relativi possessori» e che, in virtù di tale considerazione, non ha quindi sancito nell'art. 35-*quinquies*, comma 5, TUF (come invece si ritrova per la SICAV nell'art. 35-*quater*, comma 7, TUF) la disapplicazione dell'art. 2348, commi 2 e 3, c.c. che quindi rimane pienamente applicabile e disponibile alla SICAF. In tal senso non può non ribadirsi che tale possibilità pare contrastare con (o superare) il fenomeno collettivo della gestione “in monte” e con le conseguenti esigenze di standardizzazione e di uniformità dell'investimento²² che esso sottende e impone, nei termini già sopra ampiamente illustrati. Se, in tal senso, pare allora corretta la riproduzione (anche) per la SICAF del divieto di emissione di obbligazioni quale tradizionalmente sancito per le SICAV²³, al contrario,

²⁰ Per quanto ora diremo in relazione alla mutazione genetica, in particolare, negli OICR immobiliari e di *private equity*.

²¹ Tant'è che la conformità dello schema di finanziamento e del modulo organizzativo a quello previsto per i FIA italiani è proprio il criterio di valutazione cui deve conformarsi l'attività di vigilanza nel giudizio di ammissione o meno di un FIA alla commercializzazione in Italia ex art. 44, comma 5, lett. b) ed e) del TUF.

²² In tal senso, in relazione alla SICAV vedi C. ANGELICI. Art. 4, cit., 51.

²³ Cfr. E. ZAMPELLA, Art. 45 *Capitale e azioni*, cit., 404.

risulterebbe “eccentrica” al modello storicizzato e unico della gestione collettiva del risparmio la ulteriore possibilità oggi riconosciuta invece per la sola SICAF all’art. 1, comma 1, lett. i-*bis*), TUF di emettere, oltre alle azioni (anche speciali e di risparmio) altri strumenti finanziari partecipativi²⁴ (che quindi potranno essere oltretutto “di equity” anche “di debito”?)²⁵; la sola possibilità di ricorrere all’emissione di azioni speciali o di strumenti finanziari partecipativi senza che ciò determini un’alterazione della natura del fenomeno (e salvo quindi l’utilizzo come tecnica di articolazione di meccanismi di remunerazione dei gestori, in linea con le indicazioni della direttiva) potrebbe allora apparire quella in cui ad ogni investitore venisse offerto, a fronte dell’investimento (e proporzionalmente al medesimo), il medesimo mix di strumenti finanziari che fossero emessi (azioni, azioni speciali, azioni di risparmio e/o strumenti finanziari partecipativi).

L’altra possibile modalità di “diversificazione” nelle modalità e nei contenuti della partecipazione al modello (e allora a conferma della regola generale) può poi individuarsi nella facoltà (per le SICAV come per le SICAF) di prevedere comparti di investimento a fronte dei quali emettere particolari categorie di azioni (così come esplicitamente previsto dall’art. 35-*quinquies*, comma 4, lett. c), TUF); l’esistenza di una pluralità di patrimoni autonomi (e quindi di masse patrimoniali diverse, ciascuna gestita “in monte”) pur facenti capo allo stesso veicolo societario può infatti giustificare una diversificazione che, altrimenti, come detto, parrebbe concettualmente incompatibile con la natura stessa del fenomeno²⁶.

4. Soluzioni ermeneutiche per una ricomposizione delle segnalate distonie del quadro normativo.

Come già più volte accennato, pare già da tempo osservabile una “mutazione genetica” negli OICR che porta in superficie le contraddizioni insanabili di un approccio analitico che voglia basarsi su un modello unico e storicizzato di OICR. In particolare, l’applicazione di tale approccio analitico in particolari ambiti di operatività, come quello immobiliare e del *private equity*, ne rende evidente l’insufficienza sotto molteplici profili di disciplina, sfumandosi qui massimamente l’originaria sua natura di paradigma gestorio di un comune compendio patrimoniale (e icasticamente riferibile alla metafora del “salvadanaio”) verso quello tipicamente

²⁴ Previsione che peraltro pare contraddittoria con l’impostazione della direttiva (laddove sempre e solo il riferimento è all’emissione da parte del FIA di «quote o azioni») e con il principio generale che si può leggere nella stessa definizione di OICR ove il riferimento è alla sola emissione di quote (per i fondi comuni di investimento) o azioni (per i modelli societari).

²⁵ Pur nella consapevolezza della perdita di pregnanza giuridica che a tali locuzioni può oggi attribuirsi nella sistematica concettuale degli strumenti finanziari quale emersa dalla riforma del 2003: per tutti, M. NOTARI - A. GIANNELLI, *Art. 2346, commento al comma 6*, in *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di M. Notari, diretto da P. Marchetti - L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 82 e ss.

²⁶ Cfr., in relazione ai comparti interni alle SICAV, E. ZAMPELLA, *Art. 45 Capitale e azioni*, cit., 403. Per un’interpretazione riduttiva della possibilità di emettere tali categorie di azioni, cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, Padova, 1998, 1, 462; A. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI - M. SANDULLI - V. SANTORO, Torino, 1999, 111; R. LENER, *Art. 45*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, citato in questa nota, 471.

utilizzato per lo svolgimento di un'attività di natura imprenditoriale che presenta, dunque, sotto più profili, affinità concettuali e problemi di disciplina tipici della società commerciale²⁷.

Come visto, per la SICAF – con profonda alterazione del modello di riferimento che a dire dello stesso legislatore vorrebbe essere quello della SICAV la quale, come più evidente tratto di specificità rispetto alla società per azioni di diritto comune, presenta proprio quello della piena identità concettuale tra patrimonio e capitale sociale, nozione quest'ultima che viene quindi a perdere qualsiasi autonoma rilevanza giuridica – viene reintrodotta (o, forse, mantenuta) il tradizionale concetto di capitale sociale con tutto ciò che ne consegue in punto di disciplina (aumento, riduzione, diritto di opzione, sovrapprezzo, ecc.). Questa che pare una radicale deviazione dal modello gestorio di riferimento può allora trovare una sua giustificazione solo qualora si abbandoni l'opzione dogmatica tuttora sottostante alla disciplina della gestione collettiva del risparmio nell'assumere un unico, storicizzato, modello concettuale di riferimento – il paradigma meramente gestorio. Occorrerebbe invece riconoscere che i fondi comuni e le SICAF, perlomeno quando operano nel campo immobiliare o del *private equity*, sono organismi che svolgono attività di natura imprenditoriale, con ampio ricorso al credito commerciale, di talché le classiche esigenze di tutela dei creditori tradizionalmente associate alla disciplina del “capitale sociale” in ambito societario trovano anche qui piena giustificazione. Similmente, solo in una tale nuova prospettiva potrà giustificarsi l'altra rilevante deviazione dal modello della SICAV che pare contraddire il sottostante paradigma gestorio; ci si riferisce qui, come già accennato, alla possibilità oggi prevista per le SICAF (ma tuttora vietata per le SICAV) di emettere azioni di categoria speciale o strumenti finanziari partecipativi (anche di debito?), dandosi così luogo alla possibilità di “personalizzare” l'investimento dei partecipanti nell'organismo di investimento collettivo. Tale possibilità evidentemente abbandona la tradizionale qualificazione dell'apporto come mero atto di “investimento” in un patrimonio comune a sua volta oggetto di meri atti di investimento, per abbracciare quella ben diversa e classica del modello societario di atto di “finanziamento” di una diversa attività imprenditoriale (ben finanziabile quindi dai soci con modalità e gradi di rischio diversi).

Dovendosi, infatti, interrogare, fino a che punto e con quali modalità risulti configurabile in capo tali OICR e ad essi imputabile lo svolgimento di un'“attività”, in particolare un'attività “imprenditoriale”, la strada pare destinata a biforcarsi inevitabilmente con riguardo alle diverse tipologie di OICR.

²⁷ Vastissima è la dottrina sviluppatasi in quest'ultimo lustro sulla “crisi d'impresa” e, solo più recentemente, sulla sua specifica dimensione societaria, iniziandosi oggi a delineare nell'ordinamento le basi di un vero e proprio “diritto societario della crisi”. Questo costituirà il più fecondo terreno di confronto e di verifica delle tematiche perlopiù inesplorate che andremo ad analizzare con riguardo alla fattispecie del fondo comune d'investimento e che in questo specifico ambito, come vedremo, si atteggeranno spesso in maniera affatto peculiare. L'elaborazione dottrinale di un “diritto societario della crisi” si deve massimamente alle riflessioni di U. TOMBARI, *Principi e problemi di «diritto societario della crisi»*, Riv. soc., 2013, 1138 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, Riv. soc., 2012, 605 ss. e M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in Riv. dir. soc., 2012, 237 ss.

Nell'impostazione analitica tradizionale (riferita quindi esclusivamente ai fondi mobiliari), veniva evidenziato come l'apporto patrimoniale dei partecipanti non fosse in alcun modo concettualmente assimilabile – al pari di quanto può rilevarsi nell'ambito societario commerciale – alla prestazione dei mezzi necessari e destinati al “finanziamento” di una (ulteriore) attività imprenditoriale, a tale apporto essendo quindi del tutto estranea una funzione “produttivistica” paragonabile a quella attribuita classicamente, tra le altre, al capitale sociale; apporto il quale, invece, è sempre stato tradizionalmente considerato esso stesso l'oggetto di atti di “investimento”, in virtù dell'attività imprenditoriale (di gestione) svolta professionalmente a valere su di esso dalla SGR, “in monte” e con una finalità di preservazione e valorizzazione del patrimonio così affidatole in gestione dai partecipanti.

Orbene, questa classica e impeccabile ricostruzione risulta oggi per più versi incapace di leggere e disciplinare la realtà normativa come sin qui evolutasi. Sotto un profilo concettuale, come detto, pare oggi limitante considerare il “fondo” o il patrimonio sociale della SICAF (perlomeno, sempre e necessariamente) in termini di mero “patrimonio” oggetto passivo di gestione da parte del gestore professionale del fondo (la SGR) o dell'organo amministrativo della SICAF e ciò massimamente ove si abbia riguardo alla tipologia immobiliare dei fondi ma anche, per molti versi, anche quelli di *private equity*. Il programma di “investimento”²⁸ che caratterizza gli OICR immobiliari (e, per certi versi, quelli di *private equity*) non può in alcun modo descriversi in termini di una mera sequenza di atti d'investimento/disinvestimento in/di beni patrimoniali; tale programma concretizzandosi, al contrario, (perlomeno nella generalità dei casi) in una serie di atti di varia natura: atti di investimento e disinvestimento, ma anche di gestione, valorizzazione, sviluppo (fermo il divieto generale di “costruire”) di una categoria “complessa” di beni, quali sono i beni immobili (per i fondi di *private equity*, le partecipazioni societarie, specie di controllo). Nell'ambito di tale attività, l'OICR dovrà necessariamente entrare in contatto e relazionarsi negozialmente con una vasta schiera di soggetti (in particolare, per i fondi immobiliari, venditori e acquirenti, ma anche locatari e talora locatori, fornitori, costruttori, appaltatori, gestori, manutentori, società di *property* e *facility management*, società di *leasing*, periti, agenti, assicuratori, consulenti, banche e finanziatori, ecc.). Tutto ciò porta a delineare in capo all'OICR – quale autonomo centro di imputazione di quei rapporti – un'attività imprenditoriale autonomamente ad esso riferibile, con quel che ne consegue. E a tale conclusione pare oggi a maggior ragione difficile sottrarsi laddove si considerino le accresciute possibilità del “fondo” di assumere indebitamento finanziario (leva finanziaria), a lui solo imputabile, venendosi per tale via ad ampliare notevolmente il patrimonio oggetto di gestione rispetto alle dimensioni della raccolta.

²⁸ Nelle disposizioni di vigilanza è prevista la predisposizione di un vero e proprio *business plan*, il “programma di attività” che individui il percorso di gestione che la SGR si impegna a perseguire, la politica di investimento/disinvestimento, la forma di distribuzione e liquidazione del “risultato di gestione”. Similmente nel Titolo III, Capitolo I, 1. del Regolamento Banca d'Italia si dà atto di come il “programma di attività” debba dar conto delle “strategie di impresa” dell'intermediario.

Come già detto, in particolare per gli OICR immobiliari, pare assai difficile conciliare concettualmente una tale (oggi possibile) operatività con l'essenza stessa del fenomeno della "gestione collettiva del risparmio" ove questa voglia mantenere nei suoi presupposti concettuali e nel suo impianto funzionale e disciplinare una matrice fisiologicamente gestoria di un "patrimonio" e non (anche) produttivistica, individuabile nello svolgimento di un'attività imprenditoriale. Problematiche analoghe possono porsi con riguardo all'attività dei fondi di *private equity* laddove pare possibile interpretare l'attività di gestione delle partecipazioni (specie di controllo ove vi è una direzione e coordinamento) come attività di natura imprenditoriale vera e propria, sulla scorta della dottrina che tradizionalmente ha riconosciuto nell'attività della *holding* un'attività d'impresa. Anche qui il paradigma gestorio unico e storicizzato pare insufficiente a leggere e a disciplinare tale realtà. In tal senso, allora, (come già detto sopra quelle che non possono non apparire delle incoerenti deviazioni da tale paradigma nella recente disciplina primaria della SICAF (che pur pretenderebbe di conformarsi al modello gestorio della SICAV) potrebbero allora trovare giustificazione proprio nel caso in cui la SICAF avesse ad oggetto esclusivo attività immobiliare o di *private equity*, e ciò, sul presupposto che in questo caso si tratta non di mera attività gestoria ma imprenditoriale, con le tradizionali esigenze di tutela del credito commerciale e con la possibilità di leggere e disciplinare gli apporti non come mera attività d'"investimento", ma di "finanziamento" di una (ulteriore) attività imprenditoriale. Tutto ciò, ancora una volta, postula e impone l'abbandono del modello gestorio unico (se non la definitiva fuoriuscita di queste fattispecie dal modello stesso). Peraltro, la "fissità" del capitale della SICAF e la sua conseguente natura di "OICR chiuso" paiono fisiologicamente funzionali ad una attività di investimento in beni (immobili o partecipazioni) che per la loro natura richiedono un programma di attività destinato a svolgersi nel tempo e non compatibile quindi con una natura "aperta" dell'intermediario.

5. Le soluzioni ermeneutiche ipotizzabili

Alla luce di tutto quanto sopra, pare possibile ipotizzare un intervento "ortopedico" ad opera della normativa secondaria che riconduca il sistema ad equilibrio rispetto alle alterazioni di ordine sistematico che, come sopra evidenziato, paiono emergere dalla normativa primaria, intervenendo a tal fine la Banca d'Italia, nel rispetto del suo ambito di competenza, sul "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" dell'8 maggio 2012, come successivamente modificato.

- Una prima più "radicale" soluzione normativa in relazione all'art. 35-bis TUF (che disciplina l'autorizzazione delle SICAV e delle SICAF e prevede che la Banca d'Italia definisca i criteri generali di redazione dell'atto costitutivo e dello statuto) potrebbe ben prevedere nel Titolo III, Capitolo I, Sez. II, par. 4 (*programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa*) e nel Capitolo II, par. 2 (*attività esercitabili*) che il modello della SICAF sia esclusivamente riservato a quei veicoli societari a capitale fisso che statutariamente prevedono come oggetto sociale esclusivo lo svolgimento di attività immobiliare o di *private equity* (peraltro, come detto, la "fissità" del capitale della SICAF e la sua natura di OICR chiuso paiono

proprio funzionali a un'attività che abbia ad oggetto beni con un orizzonte di investimento non compatibile con una struttura aperta, quali i beni immobili e le partecipazioni). Come visto sopra, infatti, solo per queste tipologie di attività, a cui pare difficile non riconoscere autonoma natura di attività imprenditoriale, paiono infatti giustificabili le rilevanti deviazioni della disciplina societaria rispetto al modello di riferimento della SICAV; in particolare, è solo nell'ambito di tale operatività che pare giustificarsi il recupero del tradizionale concetto di "capitale sociale" come posta di patrimonio netto con una logica vincolistica a primaria tutela dei creditori da un lato, e dall'altro potersi ammettere la possibilità di personalizzazione dell'apporto sul presupposto che non ci si trovi qui innanzi a meri atti di investimento in un comune patrimonio destinato a sua volta ad essere oggetto di meri atti di investimento / disinvestimento, ma ad atti di "finanziamento" di un'attività imprenditoriale, che verrà svolta dal veicolo societario e, come tale, articolabile con modalità e profili di rischio diversificati in capo ai soci. Peraltro, come già detto, dall'esame dei lavori preparatori e della consultazione che hanno preceduto l'emanazione della norma primaria emerge evidente che le sopra menzionate deviazioni dal modello della SICAV sono state proprio supportate (anche se non sempre con piena consapevolezza degli effetti) dal mercato e recepite (acriticamente) dal legislatore proprio con particolare riguardo all'operatività tipica di *private equity*; basterebbe questa sola considerazione a rendere chiaro che quelle relevantissime deviazioni dal modello gestorio, per quanto oggi recepite positivamente nella norma primaria, non dovrebbero poter trovare giustificazione al di fuori di quello specifico ambito di operatività che le ha ispirate e di quello per molti versi affine dell'attività immobiliare.

- Una soluzione meno "radicale", in relazione all'art. 35-*quinquies* TUF (che disciplina il capitale e le azioni della SICAF), potrebbe limitarsi a prevedere nel Titolo III, Capitolo I, Sez. II, par. 3 (*criteri generali per la redazione dell'atto costitutivo e dello statuto*) che lo statuto delle SICAF che non svolgano in via esclusiva attività immobiliare o di *private equity*, ferma restando la possibilità di creare più comparti di investimento, non possa prevedere: (i) la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi anche con riguardo all'incidenza delle perdite; (ii) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, modificando, pertanto a tal fine, analoga previsione già prevista oggi nella bozza di regolamento Banca d'Italia in consultazione, vedi Titolo III - Capitolo I - Sez. II, par. 3 – nota (3).