

CAPITOLO UNICO

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO E SICAV

SOMMARIO: 1. *Premessa.* – 2. *Fondi comuni di investimento e società di gestione del risparmio nel Testo Unico della finanza: generalità.* – 3. *L'autorizzazione della Banca d'Italia a svolgere la gestione in monte.* – 4. *Il regolamento del fondo.* – 5. *I diversi tipi di fondo comune.* – 6. *L'articolazione dell'attività: promozione e gestione.* – 7. *Segue: la gestione della Sgr e i rapporti con i partecipanti.* – 8. *Le deleghe di gestione.* – 9. *La qualificazione giuridica del fondo comune.* – 10. *La banca depositaria.* – 11. *Le Sicav: generalità.* – 12. *La costituzione della società.* – 13. *L'organizzazione della Sicav: il capitale variabile.* – 14. *Segue: le azioni.* – 15. *L'assemblea; le vicende della Sicav.* – 16. *La gestione (rinvio); le deleghe.*

1. *Premessa.*

La gestione del risparmio in forma collettiva, o in monte, rappresenta il “servizio di investimento” in forza del quale i risparmiatori affidano propri capitali a gestori specializzati, che li organizzano e amministrano nell'interesse dei primi, mediante la creazione di un patrimonio, distinto dal proprio e destinato all'investimento in strumenti finanziari¹ depositati presso una banca o in altri beni. Detratte le spese per l'attività d'intermediazione, gli utili e gli incrementi derivanti dalla gestione collettiva spettano, in via proporzionale alle rispettive quote di partecipazione, ai singoli investitori, che nella stessa misura sopportano le perdite. Pertanto questi ultimi, senza necessariamente disporre di ingenti patrimoni personali, possono accedere a forme di allocazione del risparmio più complesse. La gestione collettiva può comunque rivolgersi anche a portafogli di notevole

¹ Sulla nozione di servizi di investimento e di strumenti finanziari, v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004.

consistenza, diversi dal risparmio delle famiglie, assumendo in tal caso normalmente i caratteri della speculazione². Nello schema così formulato gli investitori, privi di specifiche competenze, restano di regola esclusi da qualsiasi ingerenza nella scelta delle possibili forme d'investimento del patrimonio comune – il che rappresenta la vera peculiarità della gestione in monte³.

Questo modello organizzativo risponde in primo luogo all'esigenza economico-sociale di affidare ad un soggetto specializzato, munito delle necessarie competenze professionali e tecniche, determinate scelte di investimento nell'interesse di chi è privo di quelle stesse cognizioni. Inoltre nella gestione collettiva i costi vengono ripartiti tra i numerosi investitori, che accettano di conferire i propri risparmi in un unico patrimonio, amministrato dall'intermediario secondo tecniche standardizzate – diversamente da quanto accade nella gestione individuale, ove l'investimento ha per oggetto il patrimonio di un unico cliente e, almeno in astratto, dovrebbe essere calibrato in funzione delle esigenze che quest'ultimo intende perseguire⁴. Pertanto al venir meno della (effettiva o potenziale) personalizzazione dell'investimento caratteristica della gestione individuale fa riscontro la tipizzazione dell'interesse dei partecipanti, secondo parametri generali e particolari che incidono sulla disciplina del patrimonio comune⁵.

La gestione in monte risulta appetibile in quanto contribuisce, almeno in condizioni di mercato normali, alla riduzione dei rischi connessi all'attività di investimento mediante la c.d. tecnica di *diversificazione*⁶, che operativamente presuppone la disponibilità di ingenti risorse di denaro da impiegare in mercati diversi, e in strumenti finanziari diversi all'interno del medesimo mercato. In particolare, la gestione collettiva consente ai risparmiatori, che individualmente non dispongano di risorse personali cospicue, di raccogliere un patrimonio comune di consistenza sufficiente a perseguire tale obiettivo.

Sul piano normativo, il Testo Unico della finanza (d.lg. 24-2-1998, n. 58) definisce la gestione in monte come il servizio che si realizza attraverso:

² Sul punto v. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, pp. 173 e s.

³ Quanto al servizio di gestione individuale, v. artt. 21 e ss. T.U.

⁴ V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 248 e ss., i quali rilevano come spesso la personalizzazione dell'investimento sia solo virtuale, essendo gli interessi del singolo investitore assorbiti dall'interesse riferibile alla massa degli altri investitori, che decidano di seguire una determinata linea di gestione, prefigurata dall'intermediario.

⁵ V. ancora COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 252 e s., i quali peraltro sottolineano (spec. n. 68) come tale distinzione non sia sempre dirimente.

⁶ Sul tema della diversificazione v. *amplius* COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 250 testo e n. 67, anche per riferimenti.

1) la promozione, l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; 2) la gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo del risparmio (da cui la sigla Oicr) di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente per oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili⁷. Nella categoria generale degli organismi di investimento collettivo⁸ rientrano: i fondi comuni d'investimento, che formano un patrimonio autonomo, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito dalle società di gestione del risparmio (in breve, *Sgr*)⁹; e le *Sicav* (vale a dire le società d'investimento a capitale variabile), aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni¹⁰.

La medesima attività di gestione collettiva può essere svolta da soggetti diversi rispetto ai fondi comuni e alle Sicav: in tale evenienza però la disciplina del Testo Unico non troverà diretta applicazione. È il caso dei fondi pensione aperti e chiusi¹¹, regolati dal d.lg. 21-4-1993, n. 124, la cui struttura richiama quella dei fondi comuni, differenziandosene per il fine previdenziale che perseguono¹².

L'attuale quadro legislativo rappresenta il risultato di una complessa evoluzione, il cui inizio coincide con l'entrata in vigore della l. 7-6-1974, n. 216¹³ che, nell'innovare le strutture organizzative dei mercati finanziari, per la prima volta supera la centralità della disciplina societaria¹⁴, indicando quale oggetto del mercato mobiliare non più le azioni delle s.p.a., ma qualsiasi *valore mobiliare*, anche atipico, idoneo a rappresentare cumulativamente titoli o effetti rilasciati da determinati emittenti. Tale decisivo

⁷ Art. 1, 1° comma, lettera *n*) T.U.

⁸ Art. 1, 1° comma, lett. *m*) T.U.

⁹ Art. 1, 1° comma, lett. *j*) T.U.

¹⁰ Art. 1, 1° comma, lett. *i*) T.U.

¹¹ Secondo parte della dottrina, i fondi pensione chiusi sarebbero riconducibili al servizio di gestione individuale [MIOLA, *Commento sub art. 33*, in *Testo Unico della finanza* – Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002 (in seguito Commentario Campobasso), p. 296; SALERNO, *La gestione finanziaria delle risorse nei fondi pensione*, in *Banca, borsa*, 2001, I, pp. 378 e ss.]; ma v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 254.

¹² Formalmente estranea alla definizione dell'art. 1, 1° comma, lett. *n*) T.U. è altresì l'attività che il gestore collettivo può svolgere su delega di altra Sgr, entro i limiti fissati dall'art. 33 T.U., ovvero su delega di una Sicav, ai sensi degli artt. 43 e 43-bis T.U. Come si vedrà in seguito (par. 8 e 16) le deleghe gestorie rilasciate dalla Sicav presentano caratteri diversi da quelle che può conferire una Sgr.

¹³ Tale legge convertiva, con modifiche, il d.l. 8-4-1974, n. 95 recante disposizioni relative al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari.

¹⁴ MARCHETTI, *La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1985, I, pp. 242 e ss.

passaggio schiude al nostro diritto societario i più ampi scenari della *securities law*¹⁵.

Con specifico riguardo alla gestione collettiva, la l. 23-3-1983, n. 77 introduce la figura dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti, istituiti da società di gestione, così adattando al nostro ordinamento lo schema negoziale, di derivazione anglosassone, del *contractual investment trust*¹⁶ in forma aperta, particolarmente appetibile per i risparmiatori in ragione della immediata liquidabilità degli investimenti. Anche se il modello della gestione in monte all'epoca non era affatto ignoto agli operatori¹⁷, la legge in esame segna un momento importante per la futura evoluzione del settore, in quanto definisce per la prima volta la disciplina organica, civilistica e pubblicistica, dell'istituto. Tra l'altro, il medesimo testo normativo detta un'inedita regolamentazione in tema di appello al pubblico risparmio, assoggettando al controllo della Consob tutte le diverse ipotesi di sollecitazione all'investimento in valori mobiliari contestualmente individuate (*ivi* compresa quella in monte).

In seguito, sulla scena si affacciano nuovi protagonisti. Il d.lg. 25-1-1992, n. 84 introduce nel nostro ordinamento le Sicav, che per il tramite della variabilità del capitale compendiano nella loro struttura il binomio fondo comune-società di gestione e rendono possibile l'ingresso e l'uscita,

¹⁵ Come noto, con tale espressione si intende la normativa speciale che, integrando il diritto comune e spesso apportandovi deroghe significative, disciplina l'emissione di valori mobiliari, la loro gestione e negoziazione, l'attività degli intermediari e di regola prevede l'istituzione di organi pubblici cui demandare la vigilanza sugli stessi operatori, sui contratti da essi conclusi e su ogni altra loro attività (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 5 e ss.; BESSONE, *I mercati mobiliari*, cit., pp. 29 e ss.; GUIZZI, voce "Mercato finanziario", in *Enc. dir. - Agg.*, V, Milano, 2001, pp. 747 e ss.; D'ALESSANDRO, *Intermediazione finanziaria non bancaria*, in *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, a cura di Costi, Milano, 1990, pp. 77 e ss.; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, pp. 60 e ss., ove riferimenti comparatistici).

¹⁶ V. sul tema COLOMBO, DOTTI, PERLETTI, SCHRANS, SOTRIFER, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967; LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959; A. NIGRO, voce "Investment trust", in *Enc. dir.*, Milano, 1972.

¹⁷ Anzi, nel silenzio della legge la dottrina da tempo disquisiva sulla forma giuridica dei fondi comuni d'investimento, alla luce di diversi disegni di legge in materia, originando un ampio e interessante dibattito: v. ASCARELLI, *L'investment trust*, in *Banca, borsa*, 1954, I, pp. 178 e ss.; 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. 242 e ss.; JAEGER, *Sui fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1969, pp. 1114 e ss. Non si deve dimenticare l'esperienza dei fondi comuni di diritto lussemburghese, operativi in Italia ben prima della formale introduzione dell'istituto nel nostro ordinamento (v. COSTI e JAEGER, *opp. locc. ultt. citt.*), che inizialmente sopperirono alla lacuna normativa e in seguito rappresentarono un significativo riferimento per l'attuazione della l. n. 77/1983.

senza limiti e in via continuativa, dei soci investitori – così richiamando la figura, sempre di matrice anglosassone, dello *statutory investment trust*¹⁸. Contemporaneamente il d.lg. 25-1-1992, n. 83 procede ad un aggiornamento della disciplina dei fondi aperti, di cui alla l. n. 77/1983. Questi due provvedimenti danno attuazione alle direttive 20-12-1985 n. 85/611/CEE e 22-3-1988, n. 88/220/CEE, al fine di uniformare la disciplina interna delle gestioni collettive alla normativa comunitaria. L'armonizzazione prosegue con il d.lg. 1-8-2003, n. 274, che recepisce le modifiche apportate alla predetta direttiva n. 85/611/CEE dalle successive n. 2001/107/CE e n. 2001/108/CE, entrambe in data 21-1-2002.

Ai fondi aperti si affiancano quelli in forma chiusa: la l. 14-8-1993, n. 344 istituisce i fondi destinati a realizzare progetti d'investimento in valori mobiliari a medio e lungo termine, caratterizzati da una significativa limitazione della facoltà di disinvestimento, che può essere esercitata dai partecipanti solo a scadenze determinate. Tale gestione collettiva ha come destinatari prevalenti non già la massa dei risparmiatori, bensì gli investitori istituzionali, o comunque soggetti privati muniti di patrimoni cospicui, che non avvertono l'esigenza di chiedere la restituzione della somma investita prima delle scadenze programmate e lasciano così maggior libertà d'azione all'intermediario. In seguito la l. 25-1-1994, n. 86, al dichiarato scopo di favorire l'afflusso del risparmio gestito verso il settore edilizio, sancisce l'introduzione dei fondi chiusi immobiliari, disciplinando due tipologie d'investimento innovative rispetto alla prassi sino ad allora seguita: quella diretta, attraverso l'acquisto, la vendita e la gestione di beni immobili; e quella indiretta, attraverso l'acquisizione di partecipazioni in società operanti nel medesimo settore.

Con il citato d.lg. n. 124/1993, infine, fanno il loro ingresso nel già variegato panorama normativo i fondi pensione, destinati a raccogliere il risparmio dei lavoratori, a favore dei quali l'ente gestore predispone un piano di pagamenti, integrativi rispetto alla previdenza obbligatoria, al momento della cessazione dell'attività di lavoro.

Il successivo Testo Unico della finanza (d.lg. 24-2-1998, n. 58) procede al riordino della materia, abrogando le leggi n. 77/1983, n. 244/1993 e n. 86/1994 (salvo talune norme di natura fiscale), nonché il d.lg. n. 84/1992¹⁹, senza incidere sul settore dei fondi pensione. Tale opera di sistemazione non si rivela del tutto neutra: il legislatore del 1998, infatti, ridefinisce la disciplina delle gestioni collettive, intervenendo sulla struttura organizzativa dei diversi Oicr²⁰, sul servizio di gestione collettiva e sui soggetti au-

¹⁸ V. *supra*, nota 16.

¹⁹ V. *infra*, par. 5.

²⁰ MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 287 e ss.

torizzati al suo svolgimento, evitando per contro di dettare disposizioni analitiche con riguardo ai diversi tipi di fondo comune, contrattuale o statutario²¹. In linea di principio, ciò consegue alla scelta tecnica di uniformare lo statuto speciale delle Sgr e delle Sicav al modello della Sim, quale definito dal d.lg. 23-7-1996, n. 415²², poi trasfuso e generalizzato nel Testo Unico, mediante la previsione di una serie di disposizioni comuni a tutti gli intermediari, inerenti: *a*) la vigilanza della Consob e della Banca d'Italia (artt. 5-8 T.U.), anche nei confronti del gruppo (art. 12); *b*) il controllo contabile delle società di revisione (art. 9); *c*) il regime delle partecipazioni rilevanti (artt. 15-17); *d*) i poteri d'intervento dell'Autorità di vigilanza (artt. 51 e 53); *e*) le sanzioni penali (artt. 167-168); *f*) la disciplina delle crisi (artt. 56 e 57); e infine *g*) taluni requisiti necessari per ottenere l'autorizzazione a svolgere il servizio²³.

Il quadro normativo che ne emerge s'incentra sulla figura della Sgr, forma evoluta della società di gestione di fondi comuni d'investimento introdotta dalla l. 23-3-1983, n. 77. Nell'aggiornarne la disciplina, il legislatore del 1998 si è ispirato al modello del "gestore unico", prevedendo che la stessa società, già abilitata a svolgere le gestioni in monte, possa altresì esercitare le gestioni di portafogli su base individuale e personalizzata²⁴. In quest'ultimo caso, si applicheranno alla Sgr le norme dettate dal Testo Unico con riguardo ai servizi e alle attività di investimento: sia quelle generali, che fissano i criteri di condotta (art. 21 T.U.), sia quelle particolari, propriamente inerenti il servizio di gestione di portafogli (art. 24 T.U.). Con la doverosa precisazione che la disciplina della gestione individuale

²¹ Come invece faceva la previgente normativa.

²² C.d. decreto Eurosim, a sua volta ispirato alle norme sulle società bancarie del d.lg. 1°-9-1993, n. 385: v. sul tema PISANI, *Art. 34*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 308.

²³ Tali requisiti riguardano l'ambito d'attività dell'intermediario (artt. 18, 33, 43 T.U.), la composizione del gruppo cui esso appartiene (art. 11 T.U.), i requisiti soggettivi degli esponenti aziendali (art. 13), i requisiti soggettivi dei partecipanti al capitale (art. 14 T.U.), le informazioni relative alle partecipazioni rilevanti (art. 15, 5° comma, T.U.).

²⁴ Sul gestore unico v. specificamente PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 95 e ss.; MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 302 e ss., che sottolineano il progressivo superamento dell'incompatibilità tra gestioni collettiva ed individuale nella prassi anteriore al Testo Unico. La formula del gestore unico non è inedita, trovando alcuni precedenti nella legislazione francese e britannica (oltre agli Autori appena citati, v. R. LENER, GALANTE, *D.Lgs. 58/1998. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Società*, 1998, p. 532; R. LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Studi in materia di intermediari non bancari - Quaderni di finanza della Consob*, n. 36, 1999, pp. 25 e ss.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, p. 16).

non assorbe talune più rigorose regole di comportamento caratterizzanti la gestione collettiva [v. art. 65, lett. d), del regolamento Consob 16190 del 29-10-2007, e, in modo più sfumato, art. 40 T.U.]²⁵. La prevalenza delle regole della gestione in monte emerge anche nel caso delle deleghe di cui all'art. 33 T.U., secondo cui la Sgr gestore del fondo, che pure ha facoltà di commettere specifiche opzioni di investimento ad altri intermediari abilitati alla prestazione di servizi di gestione di patrimoni, non potrà affidare agli stessi, estranei ai vincoli caratterizzanti l'attività degli Oicr, la pienezza dei poteri. Nella medesima prospettiva si può leggere la regola in base alla quale la Sicav ha facoltà di delegare la gestione dell'intero proprio patrimonio esclusivamente ad una Sgr o ad una società di gestione armonizzata, non ad altri intermediari (art. 43-*bis* T.U.).

La scelta di concentrare in capo alla Sgr le due forme di allocazione del risparmio individuale e collettiva si giustifica per lo più in base a generali esigenze di razionalizzazione dell'attività, allo scopo di favorire l'impiego ottimale delle risorse interne e accrescere la qualità del servizio reso alla clientela sfruttando professionalità maturate nei diversi settori del mercato²⁶. Ciò peraltro solleva delicati problemi di conflitto di interessi: in particolare si tratta di contemperare, nell'esercizio delle diverse attività, le istanze degli investitori in monte con quelle degli investitori individuali, sotto il particolare profilo degli obblighi di diligenza dell'intermediario²⁷. In ogni caso, l'introduzione della figura del gestore unico, così come la facoltà di delegare l'attività di investimento ad altri intermediari contribuisce a rendere flessibile la struttura organizzativa degli Oicr, consentendo la creazione di modelli contrattuali complessi e funzionali alla programmazione di operazioni finanziarie articolate.

²⁵ Onde l'unificazione dei modelli operativi non sembra incidere in modo decisivo sul funzionamento dell'intermediario. V. MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 295, il quale tra l'altro sottolinea che l'art. 6, 2° comma, T.U. diversifica le regole di comportamento, a seconda che si tratti di gestione individuale o collettiva; RABITTI BEDOGNI, *Art. 33*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998 (in seguito *Commentario Alpa-Capriglione*), p. 355, secondo la quale tali distinzioni trovano chiara espressione nella scelta legislativa di imporre per le sole gestioni collettive la custodia dei beni presso la banca depositaria (v. *infra* par. 10.).

²⁶ Anche al fine di utilizzare le Sgr come strumento d'aggregazione delle minoranze azionarie: v. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, pp. 313 e ss.

²⁷ Con la conseguente conservazione della regola della separazione organizzativa: sul punto v. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 90 e s.; BATTIGAGLIA, PANTANO, *Società di gestione del risparmio: il provvedimento emanato dalla Banca d'Italia*, in *Società*, 1998, p. 1127.

Conformemente alla tecnica legislativa adottata per la riforma del mercato finanziario, la disciplina della gestione collettiva si caratterizza per l'ampio ricorso alla delegificazione: in particolare, il Testo Unico deferisce alla normativa secondaria la determinazione delle modalità operative degli Oicr e delle disposizioni in tema di vigilanza prudenziale²⁸. Tale politica mira a favorire il tempestivo adeguamento della normativa alle mutevoli istanze dell'attività finanziaria e così agevolare la realizzazione di economie di scala, contribuendo alla riduzione dei costi e al miglioramento dei risultati operativi²⁹.

2. *Fondi comuni di investimento e società di gestione del risparmio nel Testo Unico della finanza: generalità.*

La Sgr, come detto, può istituire, organizzare e gestire fondi comuni di investimento; può inoltre prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, nonché istituire e gestire fondi pensione. La presente indagine è dedicata alla prima tipologia di attività, la

²⁸ Quanto ai fondi comuni, l'art. 33, 2° comma, lett. *e bis*), T.U., demanda alla Consob la fissazione di regole di condotta per la commercializzazione di quote o azioni di Oicr propri o di terzi; l'art. 36, 3° comma, T.U. deferisce alla Banca d'Italia la determinazione dei criteri di redazione del regolamento del fondo; l'art. 36, 7° comma, T.U. delega a regolamento della Banca d'Italia la disciplina del procedimento di fusione tra fondi; l'art. 37, 1° comma, T.U. riserva a regolamento del Ministero dell'economia e della finanze la definizione dei criteri generali che informano la disciplina dei fondi; l'art. 37, comma 2-*bis*, T.U. dispone che apposito regolamento della Banca d'Italia individui le materie su cui si può pronunciare l'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi; l'art. 41, 2° comma, T.U. attribuisce alla Banca d'Italia il compito di regolamentare taluni aspetti dell'attività delle Sgr all'estero; l'art. 41-*bis*, 3° comma, prevede che la Banca d'Italia disciplini con regolamento le condizioni e le procedure che le società di gestione armonizzate devono rispettare per operare nel territorio della Repubblica; l'art. 42, comma 2° e 3°, T.U. prevede che la Banca d'Italia e la Consob emanino regolamenti inerenti l'offerta al pubblico di quote di fondi armonizzati e non; il 6° comma dello stesso art. 42 T.U. demanda alla Banca d'Italia la regolamentazione delle condizioni e le procedure per il rilascio dell'autorizzazione per l'offerta in Italia di quote di fondi non rientranti nel campo d'applicazione della direttiva comunitaria in materia di organismi d'investimento collettivo; quanto alle Sicav, l'art. 46, 2° comma, delega al Ministero dell'economia e delle finanze di stabilire con regolamento le modalità operative per l'esercizio del voto per corrispondenza.

²⁹ V. DRAGHI, *Audizione del direttore generale del Ministero del tesoro (21.1.1998)*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 204 e ss.; MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 287 e ss.; RABITTI BEDOGNI, *Art. 33*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 350; PONTOLILLO, *Art. 36*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, pp. 380 e ss.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", in *Digesto Comm.*, App. I, Torino, 2000, pp. 334 e ss.; sui profili pubblicistici della delegificazione accolta dal Testo Unico, in generale, v. GENTILI, *Art. 3*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 19 e ss.

cui disciplina sarà peraltro analizzata tenendo conto ove possibile anche delle interferenze con le altre due.

Il Testo Unico della finanza fornisce una nozione generale e unitaria di fondo comune, valida per tutte le diverse tipologie regolate dalla normativa secondaria, qualificandolo come *patrimonio autonomo*, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e sottoposto alla gestione dell'intermediario, sulla quale gli stessi partecipanti non possono in alcun modo incidere³⁰. La regola dell'autonomia patrimoniale³¹ vale anche per ciascuna delle singole porzioni in cui un medesimo fondo può essere suddiviso – si parla in questo caso di fondo “multicomparto”. La collocazione delle quote di fondi comuni costituisce una forma di sollecitazione all'investimento, cui si applicano le norme appositamente previste per questo tipo di appello al pubblico risparmio³². I partecipanti, privi di poteri amministrativi, hanno diritto di ricevere informazioni sull'attività svolta dalla Sgr: la loro principale tutela consiste nella facoltà di ottenere la liquidazione dell'investimento effettuato. L'esecuzione delle operazioni decise dal gestore e la custodia degli strumenti finanziari e del denaro confluente nel fondo sono affidate ad una banca, detta depositaria. I proventi dell'attività spettano ai partecipanti, che sopportano pure le relative perdite.

La gestione dei fondi è soggetta alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, anche allo scopo di fornire una ulteriore tutela ai partecipanti, privi di potere di indirizzo sull'attività dell'intermediario. In particolare, viene in evidenza il ruolo della Banca d'Italia, che non solo autorizza la Sgr all'esercizio della gestione in monte, ma altresì fissa, con appositi provvedimenti, i requisiti generali del *regolamento del fondo* (che, come vedremo, è il documento, predisposto in via unilaterale dalla stessa Sgr, destinato a disciplinare i rapporti con i partecipanti e le caratteristiche degli investimenti), ne approva l'istituzione e le successive modificazioni, stabilisce i criteri di scelta della banca depositaria e, soprattutto, predetermina i caratteri e i limiti dell'attività dell'intermediario.

³⁰ V. art. 1, 1° comma, lett. j), k), l) del Testo Unico; la normativa anteriore al Testo Unico non forniva alcuna definizione di fondo comune [SODA, *Art. 36*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria – Commentario al D.lg. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998 (in seguito *Commentario Rabitti Bedogni*), 293].

³¹ Onde il fondo non è di proprietà né dei partecipanti, né della Sgr: v. *infra*, par. 9.

³² V. artt. 98 *ter*-98 *quinquies* T.U., introdotti dal d.lg. 28-3-2007 n. 51. Sul tema in precedenza v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 47 e ss., anche per riferimenti.

3. *L'autorizzazione della Banca d'Italia a svolgere la gestione in monte.*

La Sgr è una s.p.a. di diritto speciale che esercita attività riservata, ai sensi e per gli effetti dell'art. 18 T.U.³³. Più precisamente, essa è autorizzata, con provvedimento della Banca d'Italia previo parere della Consob³⁴, a svolgere il servizio di gestione collettiva del risparmio.

Tale provvedimento ne condiziona l'accesso al mercato, contemplando entrambe le gestioni, collettiva e individuale, che la Sgr, come accennato, può svolgere (art. 34 T.U.). Essa può altresì esercitare il servizio di consulenza in materia di investimenti. Il contenuto minimo essenziale dell'autorizzazione può peraltro essere circoscritto alla prima attività, onde il riferimento normativo ai diversi servizi non vale a configurare in capo alla Sgr l'obbligo di prestarli tutti. Nulla vieta dunque che la stessa società svolga esclusivamente l'attività di gestione collettiva³⁵.

³³ Sulle esenzioni al vincolo posto dall'art. 18, v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 279 e ss., ove riferimenti. Il tema della riserva d'attività attiene alla teoria generale dell'impresa, e alla corrispondente sede del Trattato si rinvia per una più compiuta disamina. Qui ci si limita a segnalare l'orientamento della giurisprudenza di legittimità, secondo cui i contratti posti in essere da soggetti che, privi della necessaria autorizzazione amministrativa, prestino servizi d'investimento nei confronti del pubblico, sono nulli per contrarietà a norme imperative (Cass., 6-4-2001, n. 5114, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2185; Cass., 7-3-2001, n. 3272, in *Contratti*, 2002, p. 82). Si deve poi ricordare che l'abusivo esercizio di servizi di investimento o della gestione collettiva del risparmio è punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con una multa (art. 166, 1° comma, T.U.); e che la Banca d'Italia o la Consob, in caso di fondato sospetto che una società svolga tali attività in difetto della necessaria autorizzazione, possono effettuare la denuncia al P.M. affinché adotti i provvedimenti ex art. 2409 c.c., o chiedere direttamente al Tribunale l'adozione di tali provvedimenti (art. 166, 3° comma, T.U.).

³⁴ L'art. 34 T.U. sostituisce le diverse disposizioni (art. 1, l. 23-3-1983, n. 77; art. 1, l. 14-8-1993, n. 344; art. 1, l. 25-1-1994, n. 86) che, in precedenza, disciplinavano l'accesso al mercato delle società di gestione dei fondi comuni mobiliari aperti, dei fondi mobiliari chiusi e dei fondi immobiliari riservando l'autorizzazione alla competenza del Ministero del Tesoro.

³⁵ Per RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 365 e ss. la tesi del necessario cumulo delle attività di gestione collettiva e individuale appare più volte contraddetta, sul piano testuale e sistematico. L'art. 33, 1° comma, T.U. riserva espressamente alle Sgr la gestione in forma collettiva, non anche quella individuale, e analogo riscontro può trarsi dall'art. 1, 1° comma, lett. o) T.U.; d'altro canto, i soggetti diversi dalle Sgr cui è consentita la gestione individuale non possono esercitare la gestione collettiva. Onde emerge come il legislatore, pur avendo definito la figura del gestore unico, non abbia inteso concentrare *necessariamente* l'attività di gestione collettiva e individuale in capo alla sola Sgr. Conseguo che quest'ultima potrà sempre esercitare la sola gestione collettiva, ovvero programmare l'esercizio di entrambi i servizi ma svolgerne uno in via prevalente rispetto all'altro.

Il procedimento in esame risulta fortemente caratterizzato dal controllo che svolge la Banca Centrale³⁶: tale riserva di competenza, avvicinando la Sgr agli intermediari bancari piuttosto che alle altre imprese di investimento, si giustifica per il maggior grado di pericolosità del servizio di gestione collettiva, ove chi istituisce e amministra l'Oicr dal punto di vista sostanziale si fa carico di un obbligo di restituzione della somma nei confronti del risparmiatore, assai simile, pur in altro contesto operativo, a quello che normalmente assumono le banche. Ciò rappresenta un elemento qualificante della disciplina della gestione in monte, non riferibile alle altre imprese di investimento che, semplicemente gestendo un servizio mediante interposizione nella circolazione di strumenti finanziari, non assumono un debito restitutorio in senso tecnico verso i clienti³⁷.

L'autorizzazione incide sullo statuto speciale della Sgr³⁸ quale condizione per l'*esercizio* dell'attività riservata³⁹. In tal modo, quando si instaura presso la Banca d'Italia il procedimento volto ad ottenere l'abilitazione, la società richiedente sarà già venuta ad esistenza, dovendosi pertanto escludere che l'autorizzazione rientri tra le condizioni per la costituzione, ovvero l'iscrizione nel registro delle imprese di cui all'art. 2329, n. 3, c.c.⁴⁰. In pratica, il suddetto provvedimento potrà essere richiesto anche da una società già esistente, che adegui il proprio statuto al fine di intraprendere la gestione del risparmio, pur avendo in precedenza esercitato attività del tutto diversa. L'autorizzazione disciplinata dall'art. 34

³⁶ In linea di massima, all'autorità ministeriale competono poteri di indirizzo politico, mentre all'autorità tecnica, quale è la Banca d'Italia, è riservata la concreta regolamentazione dell'attività: v. RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 362.

³⁷ Per le altre imprese di investimento, infatti, il Testo Unico richiede l'autorizzazione della Consob: sul punto v. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 37 e s. In questo modo la Banca d'Italia acquista il potere di autorizzare lo svolgimento del servizio di gestione individuale di portafogli che, se svolto da una Sim, competerebbe alla Consob: prevale dunque il carattere unitario dell'attività di gestione, nonché l'opportunità di evitare che lo stesso intermediario vada soggetto a due differenti procedimenti abilitativi (CINQUE, *Art. 34*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 284; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 39, che parla di *attrazione* del procedimento autorizzatorio).

³⁸ SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano 1998, p. 227.

³⁹ V. sul punto TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 42; in senso parzialmente diverso, SODA, *Art. 33*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 277).

⁴⁰ In contrario non vale il rilievo che la legge richiami l'art. 14 d.lg. 1°-9-1993, n. 385, in tema di autorizzazione delle banche: nel nostro caso, infatti, manca la decisiva precisazione del 3° comma dello stesso art. 14, secondo la quale non si può dar corso al procedimento per l'iscrizione nel Registro delle imprese se non è stata previamente rilasciata l'autorizzazione (RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 363).

T.U. va distinta dall'approvazione *ex art.* 39 T.U., sempre di competenza della Banca d'Italia, cui la Sgr, già abilitata alla gestione in monte, deve assoggettare il regolamento di ciascun fondo comune che istituisce, affinché l'Organo di vigilanza ne verifichi la concreta rispondenza ai criteri fissati dal Testo Unico e dall'inerente normativa secondaria⁴¹.

Quanto all'oggetto del controllo, il rilascio dell'autorizzazione è subordinato alla sussistenza di taluni presupposti, elencati dalle lettere da *a*) a *h*) dell'art. 34, 1° comma, T.U., il cui riscontro è di natura obiettiva. Così la Sgr deve necessariamente adottare la forma giuridica della società per azioni⁴²; il suo capitale non dev'essere inferiore all'importo minimo stabilito dalla Banca d'Italia⁴³; i soggetti partecipanti al capitale e coloro che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo debbono possedere i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità fissati per tutti gli intermediari da appositi regolamenti ministeriali ai sensi degli artt. 13 e 14 T.U., espressamente richiamati dall'art. 34 T.U.⁴⁴; la sede e la

⁴¹ Per ulteriori riferimenti v. *infra*, par. 4.

⁴² È così confermata la scelta della l. 23-3-1983, n. 77, che consentiva l'esercizio della gestione collettiva del risparmio unicamente al tipo s.p.a. Si è sottolineato che sarebbe stato altrettanto idoneo lo schema dell'accomandita azionaria: in particolare, la convivenza della struttura capitalistica con la responsabilità illimitata di alcuni soci avrebbe potuto utilmente connotare un'attività in sostanza professionale, quale la prestazione di servizi di natura finanziaria (TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 49).

⁴³ La Banca d'Italia ha fissato detto importo minimo nella somma di un milione di Euro: v. reg. 14-4-2005, Tit. II, Cap. I, Sez. II (in precedenza, reg. 1°-7-1998). La determinazione di un importo non particolarmente consistente riflette scelte di politica legislativa che pongono come principale garanzia per gli investitori non tanto le dimensioni dello stesso capitale, quanto l'adeguatezza patrimoniale, secondo gli indici che definiscono il c.d. patrimonio di vigilanza, di cui al Tit. II, Cap. V, Sez. V del reg. Banca d'Italia 14-4-2005 – v. sul tema SANGUINETTI, FORTE, *Le società di gestione del risparmio*, Milano, 2000, pp. 37 e ss.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 51; anche COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 285, testo e n. 58; CINQUE, *Art. 34*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 285, i quali rimarcano che la normativa comunitaria impone minimi più bassi. Va detto che la Banca d'Italia, sempre con il reg. 14-4-2005, Tit. II, Cap. I, Sez. II, par. 2. (ma v. già il provvedimento in data 18-7-2001), consente, a determinate condizioni, la costituzione di Sgr con capitale pari a Euro 120.000, c.d. Sgr "con capitale ridotto".

Dopo l'autorizzazione, la Banca Centrale non potrebbe formalmente obbligare la Sgr ad aumentare il capitale, così da renderlo congruo al numero e all'ammontare dei fondi gestiti (come invece era possibile in passato); in ogni caso potrà inibire l'istituzione di nuovi fondi, rifiutando l'approvazione del relativo regolamento (SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., pp. 229 e s.).

⁴⁴ La normativa secondaria ha reso uniforme per tutti gli intermediari la disciplina dei requisiti degli esponenti aziendali e degli assetti proprietari (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 286 e ss.). Il Reg. Ministero del tesoro 11 novembre 1998, n. 468 prevede i requisiti di onorabilità che devono possedere tutti i soci significativi, non

direzione generale della società devono essere stabilite in Italia⁴⁵; la struttura del gruppo, cui appartenga la società di gestione, non deve ostacolare l'esercizio della vigilanza⁴⁶; la società è tenuta a presentare un programma dell'attività iniziale, oltre ad una relazione sulla propria struttura organizzativa⁴⁷.

solo quelli di controllo; il Reg. Ministero del tesoro 11-11-1998, n. 469 definisce i requisiti di professionalità e onorabilità, che riguardano tutti gli esponenti aziendali. Tra i suddetti requisiti si segnalano talune situazioni impeditive, come l'aver svolto funzioni di amministrazione, direzione o controllo in imprese soggette a fallimento, liquidazione coatta o procedure equiparate. Tali disposizioni regolamentari non danno alcun rilievo alla circostanza se i dissesti siano stati determinati da comportamenti censurabili dei medesimi soggetti, oppure no: questa omessa distinzione è stata giudicata illegittima da T.A.R. Lazio, 7-4-2000, in *Dir. Banca Merc. Finanz.*, 2000, I, p. 491. Perplexità hanno poi suscitato le norme regolamentari che fissano requisiti di onorabilità di matrice penalistica, che sembrano violare il principio costituzionale della riserva di legge: v. ZANNOTTI, BELLÌ, *Profili penalistici in tema di requisiti di onorabilità per esponenti e partecipanti al capitale di banche e SIM*, in *Banca, borsa*, 1999, I, pp. 452 e ss.

Il difetto di tali qualità personali, riscontrato dall'Autorità di vigilanza nel procedimento di controllo, è motivo di diniego dell'autorizzazione; ove le stesse qualità vengano a mancare in un momento successivo, ciò comporterà non già la revoca dell'autorizzazione, bensì la sanzione del divieto di esercitare il diritto di voto per i partecipanti al capitale, nonché la decadenza dall'ufficio per gli esponenti aziendali (RABITTI BEDOGNI, Art. 34, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 371).

⁴⁵ Ciò, si è detto, allo scopo di evitare che soggetti intenzionati ad operare altrove stabiliscano la propria sede legale o la direzione in Stati la cui legislazione sia ritenuta meno rigorosa: v. RABITTI BEDOGNI, Art. 34, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 368, ove riferimenti. Il vincolo non trova applicazione per le società di gestione "armonizzate" (c.d. Sga), vale a dire le società aventi sede legale e direzione generale in uno stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia, autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva ai sensi della Direttiva comunitaria in materia di Oicr: v. artt. 1, 1° comma, lett. o-bis) e 41-bis T.U., aggiunti rispettivamente dagli artt. 2 e 16 del d.lg. 1°-8-2003, n. 274 (intervento auspicato dalla dottrina: v. RADICATI DI BROZOLO, *Gestione collettiva del risparmio e operatori comunitari: il TUF viola il Trattato CEE*, in *Banca, borsa*, 1999, I, pp. 470 e ss.). Specificamente sulle Sga, DESIDERIO, "UCITS III": la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV, in *Dir. banca merc. finanz.*, 2004, pp. 144 e ss.

⁴⁶ Con la presentazione dell'istanza d'autorizzazione, debbono pure essere fornite le informazioni di cui all'art. 15, 5° comma, T.U., inerenti le partecipazioni qualificate al capitale della società, l'esistenza di patti di voto e l'attribuzione del voto a soggetti diversi rispetto ai soci. La nozione di gruppo che qui viene in considerazione è quella dell'art. 11, lett. a) T.U.

⁴⁷ Relazione rilevante, data la possibilità di disarticolare l'istituzione dei fondi dall'attività di gestione vera e propria (v. *infra*, par. 6). Il contenuto dei documenti in questione è dettagliato dal reg. Banca d'Italia 14-4-2005 (Tit. II, Cap. I, Sez. III). Sul tema in generale v. NTRUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 337; SANGUINETTI, FORTE, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 31 e ss., che osservano come gran parte della relazione sia dedicata ai sistemi informativi.

La Banca d'Italia conserva comunque il potere di rifiutare l'autorizzazione ove, a seguito della verifica delle predette condizioni, ritenga che non risulti garantita "la sana e prudente gestione" della società (art. 34, 2° comma, T.U.). A meglio precisare il significato di tale espressione⁴⁸ soccorre la normativa secondaria, per cui l'attività programmata dalla Sgr deve rispondere a disegni imprenditoriali che le consentano di operare "in modo efficiente". In tal modo il requisito in esame prescinde dal riscontro di elementi obiettivi e finisce per dilatare la discrezionalità del controllo⁴⁹.

La Banca d'Italia, attuando la prescrizione dell'art. 34, 3° comma, T.U., ha regolato le varie fasi della procedura abilitativa⁵⁰, disponendo che la decisione di ammissione o diniego sia presa entro novanta giorni dal ricevimento della richiesta accompagnata dalla documentazione accessoria. La normativa secondaria tace per il caso che entro tale termine non sia assunto alcun provvedimento⁵¹: si ritiene che trovino qui applicazione i principi generali del procedimento amministrativo, onde la mancata attivazione della Banca Centrale dovrebbe configurare un'ipotesi di silenzio-inadempimento⁵².

Il Testo Unico prevede due ipotesi di decadenza dall'autorizzazione (art. 34, 3° comma): il mancato inizio dell'attività o la sua interruzione. È stato sollevato⁵³ il problema se debba ritenersi integrata la prima fattispecie di decadenza ove una Sgr, abilitata a esercitare le due forme di gestione collettiva e individuale, ometta di svolgere quest'ultima. Muovendo dal presupposto della natura non necessariamente cumulativa dell'autorizzazione⁵⁴, si dovrà concludere che tale omissione sia inidonea a determi-

⁴⁸ In linea generale, si è rilevato che per gestione sana deve intendersi quella ispirata a criteri di economicità, che consentano di raggiungere l'equilibrio finanziario patrimoniale; per gestione prudente, quella che tende alla limitazione dei rischi entro margini accettabili (RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 375).

⁴⁹ Così TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 46 e ss.; anche COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 286, i quali sottolineano come, d'altro canto, tale maggior libertà di valutazione dovrebbe consentire una più attenta verifica dei criteri operativi indicati nel programma.

⁵⁰ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. II, Cap. I, Sez. VI.

⁵¹ Si deve ricordare che la previgente normativa in tema di fondi comuni aperti prevedeva in tal caso un'ipotesi di silenzio-accoglimento (v. art. 1, l. 23-3-1983, n. 77).

⁵² Inadempimento rispetto all'obbligo generale di attivarsi, posto a carico della Pubblica Amministrazione, secondo quanto previsto dalla l. 7-8-1990, n. 142: v. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 57, il quale rileva una ingiustificata disparità di trattamento, rispetto all'omologa regolamentazione per l'accesso al mercato degli intermediari sottoposti al controllo della Consob, ove si prevede il silenzio-accoglimento (v. art. 22 del reg. Consob 29-10-2007, n. 16190).

⁵³ RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 364 e ss.

⁵⁴ V. *supra* in questo paragrafo.

nare per sé la decadenza, e vada piuttosto qualificata come inadempimento contrattuale dell'intermediario, che aveva creato nei clienti il ragionevole affidamento di poter eventualmente fruire di diversi servizi di investimento⁵⁵. Allo stesso modo, la sanzione della decadenza non potrà essere comminata ove sia mancato o interrotto l'esercizio delle operazioni connesse o strumentali a quella principale.

Le società di gestione del risparmio che conseguono l'autorizzazione sono iscritte in apposito albo, tenuto dalla Banca d'Italia (art. 35 T.U.). La formalità attesta pubblicamente che la Sgr è nell'effettivo possesso dei requisiti necessari allo svolgimento dell'attività riservata, garantendone dunque la professionalità. Per altro verso, la segnalazione pubblicitaria è funzionale all'esercizio del controllo da parte della Banca Centrale, che provvede alla tenuta e all'aggiornamento dell'albo⁵⁶ e comunica alla Consob l'iscrizione delle nuove Sgr.

L'art. 34, ult. comma, T.U. assoggetta allo specifico controllo della Banca d'Italia altresì le fusioni e le scissioni tra Sgr⁵⁷. L'intervento dell'organo di vigilanza ha lo scopo di valutare gli impatti che le operazioni straordinarie possono comportare sulle società coinvolte e sui rapporti intercorrenti tra queste ultime e i partecipanti ai fondi da esse istituiti e gestiti⁵⁸, e di verificare l'adeguatezza dei profili tecnici e organizzativi delle Sgr risultanti dalle stesse operazioni, nonché, più in generale, l'esistenza di condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione⁵⁹.

È dubbio se debbano essere altresì autorizzate eventuali altre modifiche statutarie contestualmente deliberate. La formula dell'art. 34 che include, tra le condizioni per l'ammissione all'esercizio della gestione in monte (1° comma), la circostanza che l'atto costitutivo con l'allegato sta-

⁵⁵ RABITTI BEDOGNI, *Art. 34*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 367.

⁵⁶ La pubblicità in esame è assimilabile a quella presso gli albi professionali e imprenditoriali, anche per la comune connotazione pubblicitaria del controllo sul corretto svolgimento di un'attività socialmente rilevante: CIARVOLO, *Art. 35*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 378; ANTONELLI, *Art. 35*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 290 e s.

⁵⁷ Qui non è più espressamente contemplata l'autorizzazione alla sostituzione della società che gestisce il fondo (come invece richiedeva la precedente normativa, v. art. 2-ter, l. 23-3-1983, n. 77). Invero l'art. 39 T.U. richiede che il regolamento del fondo indichi sempre il gestore, ove questo sia diverso dal promotore: onde la menzione del gestore attuale del fondo è elemento essenziale del medesimo regolamento e, posto che tutte le modifiche di quest'ultimo vanno soggette ad approvazione della Banca d'Italia (v. il cit. art. 39), il controllo sul punto non risulta attenuato rispetto al passato (TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 59 e s., n. 104).

⁵⁸ COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 187.

⁵⁹ V. il regolamento della Banca d'Italia del 14-4-2005, Tit. II, Cap. IV, Sez. I, par. 1. Sul tema, anche per l'illustrazione degli aspetti procedurali, v. PISANI, *Art. 34*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 311 e s.

tuto della società sia *presentato* all'Autorità di vigilanza, senza prevedere che lo stesso vada soggetto ad alcun esame, farebbe propendere per la soluzione negativa⁶⁰. Sembra peraltro opportuno distinguere a seconda che la modifica statutaria in discorso sia funzionale alla fusione o alla scissione (si pensi ad es. ad un aumento o a una riduzione del capitale a servizio del rapporto di cambio), ovvero sia avulsa da esse: solo in quest'ultimo caso il controllo della Banca d'Italia parrebbe non necessario.

4. *Il regolamento del fondo.*

La Sgr che istituisce un nuovo fondo comune ne delibera il relativo regolamento, che viene predisposto in via unilaterale dagli amministratori⁶¹ e, come sopra accennato, ha la funzione di disciplinare i rapporti con

⁶⁰ Secondo TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 60, non si potrebbe comunque escludere un'opera di *moral suasion* dell'Autorità di vigilanza.

⁶¹ In difetto di una specifica previsione normativa, l'istituzione dei fondi rientra nella competenza decisionale dell'organo amministrativo della Sgr (v. BESSONE, *I mercati mobiliari*, cit., p. 188; LUBRANO, *Art. 39*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 354; PARMEGGIANI, *Art. 39*, in *Commentario Rabitti-Bedogni*, cit., pp. 306 e ss.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 337; diversamente l'abrogato art. 2 della l. 23-3-1983, n. 77, che riservava l'istituzione dei fondi all'assemblea della società di gestione). La dottrina formatasi anteriormente alla riforma del diritto societario del d.lg. 17-1-2003, n. 6 riteneva comunque ammissibile una diversa disposizione statutaria, che riservasse tale potere all'assemblea (TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 30; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca, borsa*, 2001, I, p. 310; SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 294); restava aperto il dubbio se fosse configurabile una vera e propria delega di poteri, ovvero se l'assemblea fosse piuttosto chiamata ad esprimere un parere vincolante sull'iniziativa degli amministratori, riproponendosi in tale sede il problema generale del riparto di competenze tra gli organi della s.p.a. (ABBADESSA, *L'assemblea. Competenza*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, III, 1, Torino, 1994, pp. 7 e ss.). Alla luce del novellato art. 2364, n. 5, c.c., sembra che tale valutazione possa essere precisata: l'istituzione dei fondi è atto d'impresa, rientrante tra le inderogabili prerogative dell'organo amministrativo della s.p.a.-Sgr, e una delibera assembleare sul tema potrà avere solo funzione autorizzativa, senza incidere sull'attribuzione della relativa competenza decisionale che resta agli amministratori (sul tema, in generale, v. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, pp. 252 e ss.; MONTAGNANI, *Artt. 2364-2364 bis*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, pp. 453 e ss.; PETRAZZINI, *Artt. 2364-2364 bis*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante Cagnasso e Montalenti, I, Bologna, 2004, pp. 473 e s.). Sulla diversa possibilità che venga sollecitata l'adesione dei partecipanti a determinate modifiche del regolamento, v. *infra*, in questo paragrafo. Per LUBRANO, *Art. 39*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 354, ove le attività di promozione e gestione siano separatamente attribuite a due diverse Sgr (v. *infra*, par. 6), il regolamento dovrebbe essere deliberato da entrambe; la tesi è criticata da COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 412.

i partecipanti. Il documento deve anzitutto dare informazioni circa l'articolazione del servizio, se del caso precisando i compiti attribuiti alla società promotrice e di gestione, e deve individuare la banca depositaria (art. 39, 1° comma, T.U.). Secondo le analitiche previsioni della normativa secondaria⁶², esso deve altresì precisare: la denominazione del fondo⁶³; la sua durata⁶⁴; il suo scopo; le sue caratteristiche generali, tra cui l'oggetto dell'investimento⁶⁵ e i destinatari; la forma, aperta o chiusa, nonché le modalità di partecipazione e rimborso; le politiche d'investimento; la determinazione dei proventi della gestione; la provvigione di gestione, le modalità di calcolo e pubblicazione del valore delle quote; le forme di accesso alla documentazione contabile; le cause e le regole generali di liquidazione⁶⁶.

Sul piano strutturale, il regolamento si compone di tre parti: (a) la *scheda identificativa*, che riporta gli elementi essenziali di individuazione del fondo e fornisce al sottoscrittore i riferimenti principali in ordine al fondo, alla società che lo gestisce e alla banca depositaria; (b) le *caratteristiche del prodotto*, ove sono descritti gli elementi fondamentali del fondo, con particolare riferimento allo scopo, all'oggetto e alla politica di investimento, nonché al regime dei proventi e delle spese; (c) le *modalità di funzionamento*, ove appunto sono illustrate le regole di funzionamento del fondo.

Particolarmente rilevante è l'indicazione del *tipo* di fondo che la società intende adottare: la scelta va tassativamente indirizzata su uno degli schemi previsti dalla vigente normativa secondaria [es.: fondo "aperto armonizzato"; fondo "aperto non armonizzato"; fondo "chiuso"; fondo "riservato", fondo "speculativo"⁶⁷], essendo inibita alla Sgr la creazione di modelli "atipici" di fondo, nonché la contaminazione tra modelli tipici⁶⁸. Ne deriva che la menzione dello schema prescelto fornisce informazioni significative per i partecipanti⁶⁹.

⁶² V. reg. Banca d'Italia del 14-4-2005, Tit. V, Cap. I.

⁶³ Per i fondi chiusi, ad esempio, la denominazione deve comprendere le parole «fondo comune di investimento mobiliare (o immobiliare) di tipo chiuso».

⁶⁴ La durata dei fondi deve essere coerente con la natura degli investimenti (Decr. Min. 24-5-1999, n. 228, art. 6, 1° comma); v. MEO, *Il regolamento del fondo comune*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali* a cura di ASSOGESTIONI, Roma, 2000, p. 157.

⁶⁵ Vale a dire i beni, gli strumenti finanziari e gli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo.

⁶⁶ Per i fondi immobiliari, poi, si devono indicare le competenze professionali degli esperti indipendenti, cui è demandata la valutazione degli stessi immobili – v. il successivo par. 5.

⁶⁷ V. *infra*, al par. successivo.

⁶⁸ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. I.

⁶⁹ In realtà, ciò vale essenzialmente per fondi aperti e chiusi, cui la normativa secondaria riserva una puntuale disciplina delle relative politiche d'investimento. Non altrettanto può dirsi per i fondi riservati e speculativi, il regime operativo dei quali è im-

Il regolamento viene preventivamente approvato dalla Banca d'Italia⁷⁰ e solo in seguito la Sgr può intraprendere la raccolta del risparmio presso il pubblico collocando le quote del fondo. Sempre alla Banca d'Italia devono essere sottoposte le sue modifiche⁷¹. Di regola tali variazioni saranno autonomamente deliberate dall'organo amministrativo della Sgr, ma lo stesso regolamento può prevedere che esse siano approvate da una maggioranza qualificata dei partecipanti⁷², indicando altresì la procedura da adottarsi per la consultazione.

Talune modifiche rivestono particolare rilievo e ricevono una disciplina *ad hoc*. Così l'art. 36, 7° comma, T.U. si occupa della *fusione di fondi comuni*, attraverso la quale il patrimonio separato costituente un dato fondo viene fatto confluire in un nuovo fondo, gestito dalla stessa Sgr o da un'altra⁷³. L'operazione⁷⁴ può aver luogo a condizione che i vecchi fondi e il nuovo appartengano alla stessa tipologia, che il passaggio avvenga senza oneri o spese per i partecipanti, che non si verifichino soluzioni di continuità nella gestione dei fondi interessati e le politiche di investimento dei vari fondi siano omogenee, o quantomeno tra di loro compatibili⁷⁵.

prontato ad una maggiore flessibilità: come si vedrà (par. 5), i primi possono disattendere le sole regole prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, i secondi possono disapplicare, in tutto o in parte, sia i divieti generali, sia le regole di condotta prudenziale. Ne consegue che la qualificazione come riservato o speculativo, recepita nel regolamento, potrebbe indifferentemente essere riferita ad un fondo che deroghi unicamente alle regole prudenziali e non anche ai divieti.

⁷⁰ L'approvazione si intende concessa decorsi tre mesi dalla data di ricezione, da parte della Banca d'Italia, della domanda completa della necessaria documentazione (sull'approvazione del regolamento, v. GALANTE, *La gestione collettiva del risparmio, alla luce dei regolamenti Consob e della Banca d'Italia*, in *Società*, 1998, p. 1133; MEO, *Il regolamento del fondo comune. Considerazioni intorno ad alcuni aspetti della disciplina*, cit., pp. 165 e ss.). Sono previsti procedimenti di approvazione "automatica" per i regolamenti che ricalchino schemi paradigmatici direttamente previsti dalla normativa secondaria (v. art. 39, comma 3-bis, T.U., inserito dall'art. 12 del d.lg. 1°-8-2003, n. 274). È il caso dei c.d. "schemi riconosciuti" e semplificati, che la Banca Centrale può definire per specifiche tipologie di fondi, anche in base a proposte delle associazioni di categoria (reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. II, Sez. 2). V. DESIDERIO, "*UCITS III*": *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 164 e s.

⁷¹ La procedura e le relative semplificazioni appaiono analoghe a quelle in sede di prima approvazione del documento: v. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. II, Sez. III.

⁷² V. il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 4.4. Non si precisa se l'approvazione sia richiesta ai fini della validità o dell'efficacia della modifica.

⁷³ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 81 e s.

⁷⁴ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. V, Sez. II, par. 1.

⁷⁵ Ove per contro la fusione implichi la variazione delle suddette politiche d'investimento, la Sgr (*I*) deve consentire che i partecipanti al fondo, la cui gestione risulta modificata, possano trasferire il proprio investimento in altro fondo da essa gestito con

5. I diversi tipi di fondo comune.

Il Testo Unico evita di fissare i criteri generali caratterizzanti la disciplina e le regole attinenti la gestione dei diversi tipi di fondo comune, delegandone l'incombenza ad apposito regolamento, approvato dal Ministero del tesoro, previo parere della Consob e della Banca d'Italia (art. 37 T.U.)⁷⁶. Il Ministero ha dato attuazione alla delega con il decreto 24-5-1999, n. 228⁷⁷. Ai sensi dell'art. 6 T.U., la Banca d'Italia ha disciplinato, con autonomo regolamento, il tema della vigilanza⁷⁸.

I provvedimenti del Ministero e della Banca Centrale, seguendo uno schema espositivo inedito rispetto al passato, distinguono anzitutto tra i due modelli di fondi comuni "aperti" (armonizzati e non), e "chiusi", e quindi ne dettano la disciplina, che assume rilevanza generale, in quanto tutte le tipologie di fondo sono di regola riconducibili all'una o all'altra delle predette categorie⁷⁹. Come sopra accennato, la distinzione risulta essenzialmente apprezzabile sul piano strutturale: nel caso dei fondi aperti, gli interessati possono sottoscrivere in ogni momento nuove quote di partecipazione⁸⁰ e sono liberi di chiederne l'immediata liquidazione⁸¹; diversamente, chi acquisisce quote di fondi chiusi potrà ottenere il rimborso solo a scadenze fisse, predeterminate dalla Sgr⁸².

caratteristiche analoghe ovvero, in assenza di questo, in qualunque altro proprio fondo e (2) deve porre in essere operazioni di disinvestimento e reinvestimento delle attività dei vecchi fondi, idonee ad assicurare che il nuovo fondo rispetti fin dal principio i criteri, i limiti e i divieti previsti dalla normativa e dal regolamento del fondo stesso. È consentita la deroga alle disposizioni che impongono l'omogeneità e la compatibilità delle politiche d'investimento dei fondi coinvolti e riservano ai partecipanti la facoltà di trasferire gratuitamente il proprio investimento in altro fondo, a condizione che l'operazione sia approvata da una maggioranza qualificata dei partecipanti, secondo la procedura disciplinata nel regolamento.

⁷⁶ Sul punto VALENTINO, *Art. 37*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 389 e s.

⁷⁷ Modificato dai Decr. Min. 22-5-2000, n. 180, e 31-1-2003, n. 47.

⁷⁸ Si tratta del reg. 20-9-1999, poi assorbito dal cit. reg. 14-4-2005.

⁷⁹ Così ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 356.

⁸⁰ L'art. 10, commi 1° e 2°, del reg. n. 228/1999, disciplinando l'accesso all'investimento, prevede che la Sgr aggiorni il valore della quota di sottoscrizione in funzione del valore dell'intero patrimonio autonomo del fondo, con cadenza almeno settimanale.

⁸¹ L'art. 10, 3° comma, reg. n. 228/1999 prevede che lo stesso rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta del partecipante, salva l'eccezionale eventualità che la Sgr sospenda il diritto al rimborso, per un periodo non superiore al mese e comunque solo nei casi contemplati dal regolamento del fondo.

⁸² In base all'art. 14 del reg. n. 228/1999 nei fondi chiusi il rimborso delle quote ai partecipanti deve essere eseguito "alla scadenza del termine di durata del fondo", o "anticipatamente"; v. pure il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 4.2.2.

L'adozione del modello di fondo riflette poi la strategia di gestione che la Sgr intende perseguire. Quanto ai fondi aperti, la facoltà di recesso immediato riservata a ciascun partecipante espone la società al rischio che difetti la liquidità necessaria a soddisfare le richieste di rimborso. Di qui la regola che tali fondi possono essere investiti solo in depositi bancari o strumenti finanziari quotati e non quotati⁸³ agevolmente monetizzabili; nonché un articolato elenco di vincoli e divieti⁸⁴. Tali limiti sono più rigidi per i fondi aperti, detti “armonizzati”, che si conformano ai requisiti posti dalla normativa comunitaria e per questo possono essere commercializzati nel territorio dell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento⁸⁵; i fondi che non soddisfano i medesimi vincoli “comunitari” si qualificano “non armonizzati”, non sono liberamente negoziabili nell'ambito dell'Unione e devono comunque rispettare i requisiti di facile liquidabilità e destinazione al pubblico posti dalla normativa regolamentare interna⁸⁶.

⁸³ Sottolinea ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., p. 357 come la normativa secondaria ponga limiti percentuali all'investimento in strumenti finanziari non quotati, in sé non incompatibile con le esigenze di liquidità che caratterizzano la gestione del fondo aperto.

⁸⁴ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. II e III. Nel silenzio della legge, non è chiaro quali sanzioni civilistiche colpiscano le negoziazioni concluse in violazione dei divieti sopra descritti. Si potrebbe sostenere che tali contratti siano nulli, ovvero che dalla loro stipulazione sorga in capo alla Sgr l'obbligo di risarcire il danno ai partecipanti, o comunque di alienare immediatamente i titoli acquistati. La necessità di garantire il rispetto delle regole prudenziali di gestione farebbe propendere per la prima tesi, più rigorosa – anche considerando che l'altro tipo di sanzione sarebbe solo eventuale, poiché scatterebbe unicamente quando l'operazione abbia prodotto un danno.

⁸⁵ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. II; reg. n. 228/1999, art. 8; nonché la direttiva comunitaria n. 85/611CEE del 20-12-1985 e le successive 2001/107/CE e 2001/108/CE del 21-1-2002 – queste ultime attuate con il d.lg. 1°-8-2003, n. 274, modificativo del T.U. Sul tema, diffusamente, DESIDERIO, “UCITS III”: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 105 e ss.

⁸⁶ Reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. III. In argomento v. SANGUINETTI, FORTE, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 5 e s.; ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 362 e s., che espressamente ammette la possibilità di “trasformare” fondi armonizzati in fondi non armonizzati, senza dover procedere al loro scioglimento e successiva ricostituzione. Secondo l'art. 42, commi da 5 a 8, T.U., gli operatori stranieri devono essere autorizzati all'offerta di fondi non armonizzati con provvedimento della Banca d'Italia, sentita la Consob – in argomento v. COLANTUONI, *Art. 42*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 325 e s.; CHIONNA, *Art. 42*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 446 e s. Presupposto dell'autorizzazione è, sempre in base all'art. 42, 5° comma, T.U., la compatibilità degli schemi di funzionamento dei fondi esteri con quelli nazionali (v. sul punto il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. VI, Cap. V, par. 2).

La normativa secondaria adatta la disciplina dell'investimento del fondo aperto al modello dei fondi armonizzati, limitandosi poi a stabilire talune norme derogatorie per i non armonizzati⁸⁷. Ne emergono due plessi normativi ispirati a comuni principi di prudente gestione, quali il favore per l'investimento in strumenti finanziari quotati, la limitazione della concentrazione dei rischi, i vincoli alle operazioni su strumenti finanziari derivati, all'assunzione di prestiti, alla detenzione di strumenti finanziari privi del diritto di voto⁸⁸.

Diversa regolamentazione ricevono invece i fondi chiusi, sia per l'accesso e l'uscita dei partecipanti, sia per l'oggetto e la gestione. Quanto al primo profilo, la Sgr interessata stabilisce preventivamente nel regolamento l'importo delle risorse da attribuire al fondo, quindi procede alla raccolta attraverso una o più emissioni di quote, da sottoscrivere entro un termine massimo⁸⁹, decorso il quale, se raggiunge una somma inferiore alla soglia fissata, potrà disporre la riduzione, se al contrario le quote sono eccedenti, potrà aumentarla⁹⁰. Come detto, l'uscita non è libera: i partecipanti possono ottenere il rimborso solo alla scadenza del fondo, ovvero al momento delle emissioni successive alla prima, se ciò è consentito dal regolamento.

Il fondo chiuso può investire il proprio patrimonio non solo in strumenti finanziari, in quote di Oicr e in depositi bancari, come i fondi aperti, ma anche in beni immobili e diritti reali immobiliari, in crediti e titoli rappresentativi di crediti⁹¹ e in altri beni, per i quali esiste un mer-

⁸⁷ V. reg. Banca d'Italia, loc. ult. cit. Il reg. n. 228/1999 detta all'art. 9 disposizioni particolari solo in tema di fondi non armonizzati, attinenti la prevenzione del conflitto d'interessi, e fissa in 50.000 euro il valore minimo delle quote di sottoscrizione di fondi non armonizzati investiti in strumenti finanziari derivati.

⁸⁸ Comuni ai fondi armonizzati e non armonizzati sono i "divieti di carattere generale" (reg. Banca d'Italia 14-4-2004, Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 2); risultano diversamente modulati taluni limiti (v. stesso reg. Tit. V, Cap. III, Sez. III, par. 1). In generale sul tema, v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 360 e ss.

⁸⁹ Diciotto mesi dalla pubblicazione del prospetto informativo se le quote sono offerte al pubblico, ovvero diciotto mesi dall'approvazione del regolamento del fondo se sono riservati a investitori istituzionali (v. art. 14, comma 2°, reg. n. 228/1999).

⁹⁰ Art. 14 reg. n. 228/1999.

⁹¹ Nel caso di fondi istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione dei crediti ai sensi della l. 30-4-1999, n. 130, il patrimonio del fondo dovrà essere interamente investito in tali crediti. Sul tema v. GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa*, 2000, I, pp. 754 e ss.; in generale MAUGERI, *Il fondo di crediti*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, a cura di ASSOGESTIONI, cit., pp. 337 e ss. La predisposizione di un modello di fondo chiuso unitario e ugualmente destinato ad investimenti nel settore *mobiliare e immobiliare* rappresenta una significativa innovazione rispetto alla previgente normativa, [MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del gestore unico)*, in *Contratto e impr.*, 1999, pp. 1458 e s.].

cato, suscettibili di valutazione certa con periodicità almeno semestrale⁹². La struttura chiusa dell'organismo di investimento attenua i problemi derivanti dalla necessità di soddisfare tempestivamente le richieste di rimborso dei partecipanti, come invece avviene per i fondi aperti. Ciò non esclude che la Sgr possa comunque decidere di promuovere investimenti facilmente liquidabili – normalmente in depositi bancari o in strumenti finanziari quotati.

Il vincolo di durata e l'intrinseca pericolosità dell'investimento non immediatamente rimborsabile, tipici del fondo chiuso, presuppongono una consistente capacità di risparmio dei partecipanti⁹³ e giustificano la previsione normativa di ulteriori cautele, quali la fissazione di un importo minimo dell'investimento – diverso a seconda dell'oggetto⁹⁴ – per ciascuna quota di partecipazione, nonché l'obbligo di quotare i certificati dei fondi chiusi per i quali l'ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore all'importo di venticinquemila euro. Sempre allo scopo di prevenire un'eccessiva concentrazione dei rischi e garantire l'effettiva adozione di politiche di gestione prudentziali, si applicano ai fondi chiusi taluni divieti “di portata generale”, previsti per i fondi (armonizzati) aperti⁹⁵, oltre a particolari limiti operativi⁹⁶.

La normativa secondaria⁹⁷ disciplina particolari figure di fondi immobiliari chiusi, per i quali l'apporto è costituito per oltre il 51% da beni dello Stato, delle Regioni, di enti previdenziali pubblici, di enti locali e loro consorzi, di unità sanitarie locali e aziende ospedaliere, nonché di società interamente possedute dagli stessi soggetti: si tratta dei c.d. fondi “con apporto pubblico”⁹⁸. Ove le relative quote non siano destinate a investitori qualificati, le Sgr sono tenute ad acquistare almeno lo 0,5% di ciascun fondo⁹⁹.

⁹² Le ultime tre forme d'investimento possono attuarsi unicamente per il tramite del fondo chiuso, come emerge dal raffronto tra le disposizioni inerenti la composizione dei portafogli dei fondi armonizzati aperti (reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 1) e dei fondi chiusi (stesso reg., Tit. V, Cap. III, Sez. III, punto 1); v. altresì artt. 12 e 12-bis del reg. n. 228/1999.

⁹³ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 408.

⁹⁴ COSTI, ENRIQUES, *op. loc. ult. cit.*

⁹⁵ Reg. Banca d'Italia, Tit. V, Cap. III, Sez. IV, par. 2.

⁹⁶ Meno stringenti, questi ultimi, rispetto alla corrispondente disciplina dei fondi aperti: v. reg. Banca d'Italia, Tit. V, Cap. III, Sez. IV, par. da 3 a 8.

⁹⁷ V. art. 13 reg. n. 228/1999.

⁹⁸ Cui si applica altresì l'art. 14 bis della l. 25-1-1994, n. 86, ove si prevede che la Sgr non dovrà essere controllata ex art. 2359 c.c. da nessuno dei soggetti che effettuano l'apporto, fatta eccezione per le partecipazioni detenute dal Ministero del Tesoro, e che la stima degli immobili deve seguire la procedura dei conferimenti in s.p.a.

⁹⁹ Nell'ambito del processo di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, si segnala la l. 23-11-2001, n. 410 (che ha convertito con modifica-

Si devono ora prendere in considerazione talune tipologie di fondo, riconducibili ai modelli aperti e chiusi sopra descritti, che si caratterizzano per la loro peculiare struttura. È il caso dei “fondi di fondi”, che investono il patrimonio in quote di altri fondi, così da diversificare, anche in via indiretta, la propria attività e i rischi connessi¹⁰⁰. Allo scopo di assoggettare tali organismi ad una vigilanza efficace, la normativa secondaria fissa varie limitazioni: così l’organismo collettivo, nel quale investe il fondo di riferimento, non può a sua volta investire più del 10 per cento del proprio attivo in altri Oicr, onde evitare la creazione di fondi “a cascata”, e deve fornire informazioni periodiche utili a valutarne l’operatività; devono poi osservarsi ulteriori limiti di concentrazione e investimento in Oicr non armonizzati¹⁰¹. In ogni caso la composizione del portafoglio degli Oicr acquisiti deve essere compatibile con la politica d’investimento del fondo acquirente¹⁰².

zioni il d.l. 25-9-2001, n. 351), in base alla quale il Ministero dell’economia e delle finanze può rendersi promotore della costituzione di fondi comuni immobiliari, attraverso il conferimento di beni immobili a uso diverso da quello residenziale dello Stato, dell’Amministrazione autonoma dei Monopoli di Stato e degli enti pubblici non territoriali, individuati con uno o più decreti dello stesso Ministero. I suddetti decreti disciplinano le procedure per l’individuazione o l’eventuale costituzione della società di gestione, per il suo funzionamento e per il collocamento delle quote del fondo e i criteri di attribuzione dei proventi derivanti dalla vendita delle quote – ciò anche in parziale deroga ai vincoli posti dal reg. n. 228/1999.

¹⁰⁰ V. sul tema CINQUEMANI, SICILIANO, *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un’applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi – Quaderni di finanza della Consob*, 2001, per l’analisi delle gestioni che basano le scelte di investimento solo su un dato sottoinsieme di fondi, ad esempio quelli gestiti dalla stessa società che offre tale servizio o da società dello stesso gruppo (cosiddette gestioni in fondi “monomarca”).

Si deve qui menzionare la prassi, per cui il gestore di fondi di fondi stipula con la società che gestisce gli Oicr bersaglio una convenzione, in forza della quale la prima Sgr beneficia della retrocessione parziale delle commissioni di gestione da parte della seconda Sgr (c.d. accordi di retrocessione), onde la società che gestisce fondi di fondi tende in realtà a privilegiare nella scelta prodotti che garantiscano retrocessioni più elevate, con conseguente insorgenza di conflitto d’interessi tra gestore di fondi di fondi e investitori: v. sul punto LINCIANO, MARROCCO, *Fondi di fondi e accordi di retrocessione (analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti) – Quaderni di finanza della Consob*, 2002, anche con riferimento all’esperienza di alcuni ordinamenti esteri (in specie Francia, Regno Unito e Stati Uniti).

¹⁰¹ V. reg. Banca d’Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 4. Sulla composizione dei portafogli di fondi chiusi e non armonizzati, v. Banca d’Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. rispettivamente III e IV.

¹⁰² V. la nota al par. 4 del Tit. V, Cap. III, Sez. II, reg. Banca d’Italia 14-4-2005; e già ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., p. 362.

Vengono quindi in considerazione i “fondi garantiti”, in cui la restituzione del capitale iniziale, eventualmente incrementato di un rendimento minimo, è assicurata mediante la stipula di apposite convenzioni con un soggetto terzo abilitato¹⁰³. Il regolamento del fondo dovrà a sua volta indicare il costo delle garanzie e il relativo criterio di determinazione; per il resto, tali fondi non si differenziano significativamente dalla disciplina generale e potranno dunque assumere la forma aperta o chiusa, recependone la relativa disciplina¹⁰⁴. Ancora, i “fondi a capitale protetto” perseguono una politica di investimenti atta a minimizzare la probabilità di perdita del capitale attraverso l'utilizzo di particolari tecniche di gestione¹⁰⁵.

Gli altri modelli di fondo si connotano, come anticipato, per le varie deroghe che consentono di apportare alla disciplina generale della gestione. Vengono così in evidenza i “fondi riservati”, che ammettono alla partecipazione unicamente investitori qualificati per la loro specifica competenza nel settore finanziario¹⁰⁶. Essi possono assumere la struttura aperta o chiusa¹⁰⁷, ma vanno soggetti a limiti di investimento meno rigorosi rispetto a quelli generali¹⁰⁸ e beneficiano di forme semplificate di pubblicità¹⁰⁹.

¹⁰³ V. reg. Banca d'Italia, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 2, nonché l'art. 15-*bis* del reg. ministeriale (aggiunto dal decr. min. 31-1-2003, n. 47), ai sensi del quale possono assumere la qualità di garante banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario aventi i requisiti indicati dalla Banca d'Italia, ovvero mediante altre eventuali forme di garanzia indicate dalla Banca d'Italia. Si è osservato che tali organismi presentano sostanziali elementi di analogia con i prodotti offerti dalle imprese d'assicurazione: v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 410.

¹⁰⁴ L'art. 15-*bis*, 1° comma, richiama espressamente i criteri di investimento e le norme prudenziali di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia.

¹⁰⁵ Reg. Banca d'Italia, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 2.

¹⁰⁶ La categoria degli investitori qualificati è definita dall'art. 1, c. 1 lett. *h*) reg. n. 228/1999 e coincide in sostanza con i clienti professionali di diritto di cui al reg. Consob 29-10-2007 n. 16190. Essa comprende: – le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio, le società di investimento a capitale variabile, i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del testo unico bancario; – i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dalle fondazioni bancarie; – le fondazioni bancarie; – le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

¹⁰⁷ Sul punto COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 409; BESSONE, *I mercati mobiliari*, cit., p. 192; LUBRANO, *Art. 37*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 341.

¹⁰⁸ V. art. 15, 3° comma, reg. n. 228/1999; nonché il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. V, par. 1-2.

¹⁰⁹ Art. 3, 5° comma, reg. n. 228/1999.

Conformemente alla tendenza manifestatasi nell'ambito delle gestioni individuali di portafogli, tale maggior flessibilità si giustifica per la specifica competenza degli investitori-partecipanti¹¹⁰, in grado di sviluppare analisi ed esprimere valutazioni tecniche sulle strategie di gestione seguite dalla Sgr, con un livello di approfondimento superiore a quello dei comuni risparmiatori¹¹¹.

Ciò peraltro non si traduce nella piena libertà d'azione dell'intermediario: l'oggetto dell'investimento è comunque vincolato¹¹²; inoltre il regolamento del fondo, se è autorizzato a disattendere determinati limiti di investimento, non può prescindere dai divieti "di carattere generale" previsti dalla normativa secondaria¹¹³. Al fine di inibire il surrettizio accesso di soggetti non abilitati¹¹⁴, le quote del fondo riservato debbono essere collocate, rimborsate o rivendute ai soli investitori qualificati, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio su base individuale¹¹⁵.

Si devono infine menzionare i fondi "speculativi", ispirati al modello anglosassone degli *hedge funds*¹¹⁶, che si caratterizzano, quanto all'oggetto della gestione, per la possibilità di investire in beni diversi, anche

¹¹⁰ Definiti "investitori qualificati", non "partecipanti" dalla normativa secondaria, a rimarcare anche sul piano terminologico la particolarità della fattispecie: v. LUBRANO, *Art. 37*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 341.

¹¹¹ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato immobiliare*, cit., p. 410; LUBRANO, *Art. 37*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 341; più in generale sul tema R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996.

¹¹² V. art. 4 reg. n. 228/1999.

¹¹³ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. V, par. 2. In argomento v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 369 e s.; VERDERIO, *I fondi riservati*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli, R. Lener, 2, Torino, 2004, pp. 706 e ss.

¹¹⁴ E, specificamente, di risparmiatori privi di cognizioni tecniche: LUBRANO, *Art. 37*, in *Commentario Campobasso*, pp. 341 e s.

¹¹⁵ V. art. 15, 4° comma, reg. n. 228/1999. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 409; ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 365 e s. La norma non fornisce indicazioni circa la sanzione civilistica per la violazione del divieto; traendo spunto dalla rilevanza tipologica del vincolo e dall'esigenza di tutelare i risparmiatori comuni dai rischi che implica la deroga alle norme di gestione prudenziale, si può sostenere che la previsione regolamentare in esame, attuativa di una norma primaria (l'art. 37 T.U.), determini la nullità virtuale delle operazioni abusive (v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., p. 368, che richiama il tema delle conseguenze civilistiche della violazione delle norme sulla sollecitazione del risparmio; VERDERIO, *I fondi riservati*, cit., pp. 715 e ss.).

¹¹⁶ Per l'esame della gestione finanziaria propria degli *hedge funds*, assumendo il modello statunitense quale paradigma di riferimento, v. LAZZARI, *Economia e finanza degli hedge funds*, in *Banca impr. soc.*, 2000, pp. 383 e ss.

non rientranti negli elenchi previsti per i fondi aperti e chiusi¹¹⁷; quanto alle regole di accesso, per la limitazione del numero massimo dei partecipanti¹¹⁸, la previsione di una sottoscrizione minima obbligatoria di importo consistente¹¹⁹ e il divieto di assoggettare le relative quote alle procedure di sollecitazione dell'investimento¹²⁰. L'elemento di maggior discontinuità rispetto alla disciplina generale attiene alle strategie d'investimento, che ammettono la deroga alle norme di condotta prudentiale e anche ai divieti d'investimento fissati dalla Banca d'Italia¹²¹. La prescrizione trova un parziale temperamento sul piano della trasparenza dell'informazione: il regolamento del fondo, infatti, deve dare notizia della pericolosità dell'investimento e avvertire che la Sgr, nell'esercizio della propria attività, potrà disattendere le regole in tema di contenimento e frazionamento dei rischi¹²².

Sul piano sistematico, l'emancipazione della gestione da ogni vincolo cautelativo rende sostanzialmente superfluo ascrivere il tipo "hedge" alla forma aperta o chiusa di fondo¹²³. Sempre a causa dell'intrinseca rischiosità dell'investimento, che potrebbe incidere negativamente sulla stabilità della stessa Sgr, era sino a ieri fatto obbligo a quest'ultima di assumere

¹¹⁷ Reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. III, Sez. VI, par. 1; reg. n. 228/1999, art. 4.

¹¹⁸ Attualmente duecento unità. Si ritiene rilevante anche la partecipazione assunta a mezzo d'interposta persona: v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 383 e s., il quale sottolinea le difficoltà dell'inerente accertamento.

¹¹⁹ Non meno di cinquecentomila euro (v. art. 16, 3° comma, reg. 24-5-1999, n. 228). Sul tema, diffusamente, ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 387 e ss., 391 e ss. I vincoli alla partecipazione sono dunque di natura *quantitativa*, diversamente dal fondo riservato che, imponendo ai partecipanti il possesso di determinati requisiti soggettivi, connota la restrizione all'accesso in termini *qualitativi*.

¹²⁰ Sarà quindi possibile offrire a terzi quote di un fondo speculativo nei limiti in cui ciò non costituisce sollecitazione all'investimento. Si può ricordare che l'art. 33 del regolamento emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14-5-1999) prevede l'esenzione dalla disciplina della sollecitazione ove l'offerta sia indirizzata ad un numero di destinatari non superiore a duecento (v. ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2, cit., pp. 690 e ss.). Nonostante il silenzio della normativa secondaria sul punto, sembra che l'esclusione dalla sollecitazione dovrà ricorrere anche quando siano integrate fattispecie diverse di esenzione, rispetto a ciascuna *tranches* in cui dovesse articolarsi l'offerta.

¹²¹ V. art. 16, 5° comma, reg. n. 228/1999, che, come già per i fondi riservati, evita di dettare una disciplina analitica della fattispecie.

¹²² Comma 6° dello stesso art. 16.

¹²³ ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., p. 372.

tale investimento come oggetto esclusivo¹²⁴. Tale vincolo di portata generale risulta però di recente superato^{125,126}.

¹²⁴ Più precisamente, l'art. 16, 7° comma, reg. n. 228/1999 si limita a prevedere che la Banca d'Italia individui *ipotesi particolari* in cui la gestione dei fondi speculativi debba costituire l'attività *esclusiva* della Sgr; dal canto suo, la Banca Centrale aveva preferito, in un primo momento, non limitare ad ipotesi particolari l'obbligo di specializzazione, generalizzandone il vincolo (v. reg. 14-4-2005, Tit. II, Cap. I, Sez. VI, par. 2). La scelta prudenziale della Banca d'Italia era giudicata sostanzialmente opportuna da LUBBRANO, *Art. 37*, in *Commentario Campobasso*, cit., 342; perplessità su tale opzione invece in COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 410 e s.

¹²⁵ V. il provvedimento della Banca d'Italia 21-6-2007, art. 1. Il venir meno del principio di specializzazione parrebbe avallare la tesi che ammette lo svolgimento, da parte della stessa Sgr che si occupa di fondi speculativi, di servizi diversi dalla gestione in monte. Sul tema in generale v. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 19 e s.; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 177 e ss.; ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, cit., p. 683; di diverso avviso SODA, *Art. 33*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 280; anche MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 293 e s.

¹²⁶ Un cenno a parte meritano i fondi pensione, che – come anticipato – condividono la struttura dei fondi comuni, ma da questi si differenziano per la finalità previdenziale. La loro peculiare disciplina è riversata non nel Testo Unico, ma in un provvedimento normativo separato e anteriore, il d.lg. 21-4-1993, n. 124, successivamente modificato dalla l. 8-8-1995, n. 335 e dal d.lg. 18-2-2000, n. 47, il cui compiuto esame in questa sede non è possibile affrontare e di cui ci si limiterà a segnalare taluni tratti salienti. Si deve in primo luogo richiamare la fondamentale distinzione tra: *a*) fondi pensione “chiusi”, di cui possono beneficiare categorie di lavoratori dipendenti o autonomi; *b*) fondi pensione “aperti”, cui possono aderire lavoratori dipendenti o autonomi, o anche soggetti che siano estranei al mondo del lavoro (in questo caso si distinguono ulteriormente tra l'adesione individuale di singoli lavoratori o persone fisiche, e l'adesione collettiva dei lavoratori di una data azienda o categoria).

I fondi pensione *chiusi* sono costituiti come soggetti giuridici di natura associativa ai sensi dell'art. 36 cc., quindi in forma di associazione non riconosciuta, ovvero come soggetti dotati di personalità giuridica ai sensi dell'art. 12 c.c. (art. 4, 1° comma, d.lg. n. 124/1993). Il fondo può altresì originare dal patrimonio di una società o di un ente pubblico, quale patrimonio di destinazione separato e autonomo (art. 4, 2° comma, d.lg. n. 124/1993). Tale organismo non può investire direttamente le proprie risorse, ed opera unicamente per il tramite di intermediari abilitati (banche, imprese di investimento, Sgr e compagnie di assicurazione), che concludono con il medesimo apposita convenzione di gestione (art. 6, d.lg. n. 124/1993) – opzione legislativa che si giustifica per la maggior fiducia riposta nelle capacità tecniche e nella solidità patrimoniale dei gestori professionali. La separazione di competenze non vale però a scongiurare il rischio che il gestore asseconi sistematicamente le direttive ricevute dal fondo pensione, anche laddove le medesime confliggano con gli interessi degli aderenti (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 454). In ogni caso, le decisioni di maggior rilevanza per la *performance* di gestione sono riservate da legge all'organo amministrativo del fondo pensione chiuso: in particolare, ad esso competono le scelte inerenti l'allocazione delle risorse, con riferimento ai mercati e all'oggetto degli investimenti (IOCCA, *Imprenditorialità e mutualità dei fondi pensione chiusi*, Milano, 2005, pp. 12 e ss.). I criteri generali che caratterizzano le politiche di investimento devono essere riportati nello

6. *L'articolazione dell'attività: promozione e gestione.*

La Sgr esercita istituzionalmente la gestione in monte, può essere abilitata alla gestione su base individuale di portafogli di investimento¹²⁷, può inoltre istituire e gestire fondi pensione, esercitare attività di consulenza in investimenti, commercializzare quote o azioni di Oicr propri e di

statuto del fondo, senza pregiudicare l'elasticità e la rapidità decisionale dell'organo amministrativo (art. 6, comma 4-*quinquies*, d.lg. n. 124/1993). Il gestore viene selezionato all'esito di una gara, il cui procedimento è dettagliatamente disciplinato da legge (art. 6, comma 4-*bis*, d.lg. n. 124/1993); la convenzione di gestione, che quindi è stipulata, deve essere conforme agli schemi-tipo predisposti dalla Covip (Commissione per la vigilanza sui fondi pensione), e la concreta rispondenza al modello sarà verificata dalla stessa Autorità [art. 17, 2° comma, lett. e), f)] (MARTINA, *Fondi pensione: linee evolutive di tendenza nelle "novelle" del 1999 e del 2000*, in *Banca impr. soc.*, 2002, p. 313; BESSONE, *Previdenza complementare*, Torino, 2000, pp. 295 e ss.). La legge evita di risolvere alcuni problemi inerenti l'esecuzione della convenzione: primo tra tutti, se le indicazioni provenienti dall'organo amministrativo del fondo siano vincolanti per il gestore, e conseguentemente se il gestore che dia corso ad una operazione indicata dal fondo sia responsabile degli eventuali danni che da essa possano derivare (la tesi della non imperatività delle indicazioni, e della conseguente indefettibile responsabilità del gestore, è sostenuta da COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 459 e ss., ove ulteriori riferimenti). La gestione dei fondi pensione chiusi è improntata a criteri marcatamente liberisti (FORNERO, *L'economia dei fondi pensione*, Bologna, 1999, p. 77): la legge pone infatti due soli limiti: 1) i fondi non possono investire le proprie disponibilità in azioni o quote munite di diritto di voto di una stessa società in misura superiore al cinque per cento del capitale sociale rappresentato da azioni o quote con diritto di voto (la percentuale sale al dieci per cento, se la società non è quotata); allo stesso modo, è vietato l'investimento in azioni o quote che determini un'influenza dominante sull'emittente [art. 6, 5° comma, lett. a) d.lg. n. 124/1993]; 2) il fondo non può essere investito in azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati in misura superiore al venti per cento delle risorse complessive del fondo – ove si tratti di fondo di categoria, la percentuale è elevata al trenta per cento [art. 6, 5° comma, lett. b) d.lg. n. 124/1993]. Ulteriori vincoli per l'attività di gestione – che non si dimostrano particolarmente stringenti – sono fissati da apposito regolamento ministeriale. Le disposizioni normative e regolamentari da ultimo richiamate tendono altresì a limitare l'incidenza del conflitto di interessi (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 464). Il diritto di voto afferente i titoli in cui è investito il fondo è esercitato dal fondo pensione chiuso e non dal gestore.

I fondi pensione *aperti* sono costituiti da soggetti abilitati alla stipula di convenzioni per la gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi (art. 9, 2° comma, d.lg. n. 124/1993). L'istituzione del fondo è autorizzata dalla Covip, d'intesa con le autorità che vigilano sul promotore (art. 9, 3° comma, d.lg. n. 124/1993). La gestione è riservata alla promotrice, conformemente alle previsioni del regolamento del Ministero del tesoro 21-11-1996, n. 703; ad essa compete altresì il diritto di voto afferente i titoli conferiti nel fondo (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 453; diversamente D'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 99).

¹²⁷ MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., pp. 300 e ss.

terzi e svolgere, in generale, tutte le attività connesse e strumentali¹²⁸. Tale ampio margine operativo¹²⁹ si riflette sull'organizzazione interna, che non solo agevola l'interazione con altri intermediari, ma consente altresì diverse articolazioni. Con riguardo a quest'ultimo profilo, il servizio di investimento collettivo può essere scisso in due distinte attività: da una parte l'*istituzione* del fondo, dall'altra la *gestione* propriamente detta (art. 36, 1° comma, T.U.). La società che procede alla formazione del fondo sarà libera di decidere se gestirlo direttamente, ovvero affidarne l'incombenza ad altra società abilitata¹³⁰. Ne consegue che, ad esempio, la gestione di più fondi comuni, istituiti da diverse Sgr, potrebbe essere attribuita ad un'unica società, diversa dalle promotrici, favorendo così la specializzazione e la differenziazione dell'investimento¹³¹.

Rientrano nel concetto di "promozione" [art. 1, 1° comma, lett n), n. 1, T.U.] l'istituzione del fondo comune e tutte le operazioni attinenti al pro-

¹²⁸ Per attività connessa s'intende quella che consente di promuovere e sviluppare l'attività principale; e per attività strumentale, quella di studio, ricerca, analisi in materia economica e finanziaria, elaborazione, trasmissione, comunicazione di dati e informazioni economiche e finanziarie, predisposizione e gestione di servizi informatici o di elaborazione dati, amministrazione degli immobili ad uso funzionale, servizi di natura amministrativo/contabile (v. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. II, Cap. III, par. 2-3).

¹²⁹ Rispetto al quale, come si è visto, si è sollevato l'interrogativo se sia ancora corretto parlare di oggetto sociale esclusivo della stessa società.

¹³⁰ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 24 e ss.; PONTOLILLO, *Art. 36*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 383 e ss.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., pp. 306 e ss.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 338; MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio*, cit., pp. 1464 e ss. il quale sottolinea la relazione che intercorre tra l'art. 36 T.U. e l'art. 1, 1° comma, lett. n) T.U. Si potrebbe ravvisare un limite, pur indiretto, all'autonomia decisionale della Sgr in ordine alla concreta articolazione del servizio, nell'approvazione del regolamento del fondo di competenza della Banca d'Italia (v. art. 39, 3° comma, T.U.): posto, infatti, che lo stesso regolamento deve necessariamente riportare l'indicazione della due diverse Sgr, promotrice e di gestione (art. 39, 1° comma, T.U.), l'Autorità di vigilanza potrà comunque emettere un provvedimento negativo ove ritenga insoddisfacente, o inadeguata, la struttura organizzativa del fondo *ivi* delineata.

¹³¹ In ipotesi, per aree geografiche ovvero per tipi di strumenti finanziari. V. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 308, che sottolinea come la struttura organizzativa del fondo comune, implicante la distinzione tra organismo d'investimento collettivo e società intermediaria, sia funzionale alla specializzazione dell'investimento (v. SODA, *Art. 33*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 279; R. LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Studi in materia di intermediari non bancari – Quaderni di finanza della Consob*, n. 36, 1999, p. 28). Tale schema risulta coerente con la disciplina del controllo svolto dalla Banca d'Italia, al fine di abilitare la Sgr alla gestione collettiva, che prende in considerazione essenzialmente la figura e le qualità della società richiedente prescindendo, almeno in quella fase, dalla verifica della struttura operativa dei fondi (MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 316).

cedimento d'autorizzazione del regolamento, nonché lo studio e la progettazione degli strumenti finanziari offerti al pubblico. Inoltre la promotrice cura l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti durante la fase preliminare alla stipulazione dei contratti d'investimento nelle quote del fondo, la conclusione e l'esecuzione degli stessi contratti, la distribuzione dei proventi, il rimborso delle quote, oltre all'organizzazione del fondo, relativamente e tutte le operazioni necessarie al suo funzionamento che non si risolvano nell'attività d'investimento¹³² – ad esempio, la scelta delle tecniche di commercializzazione. Attengono invece all'ambito della “gestione” [art. 1, 1° comma, lett n), n. 2, T.U.] lo studio e l'analisi dei mercati e degli emittenti, le strategie d'investimento, l'emissione degli ordini di investimento e disinvestimento, l'esercizio dei diritti patrimoniali e di voto relativi agli strumenti finanziari compresi nel fondo, la verifica degli obiettivi, la tenuta della contabilità, le segnalazioni di vigilanza¹³³.

Come già l'istituzione di nuovi fondi, così la scelta di articolare il servizio nelle due attività di promozione e gestione compete all'organo amministrativo delle Sgr coinvolte¹³⁴.

È aperto il dibattito sulla qualificazione del vincolo negoziale che unisce le società promotrice e di gestione. In base a un primo orientamento¹³⁵, una

¹³² Che invece rientrano tipicamente nell'attività di gestione della Sgr: v. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 31.

¹³³ L'individuazione delle attività riferibili alle due categorie generali di promozione e gestione è contenuta nel Reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. IV, Cap. III, Sez. III, par. 2.

Ai sensi dell'art. 34 del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007, nello svolgimento della propria attività la Sgr “promotore” predispone adeguati processi per: a) una efficiente gestione amministrativa dei rapporti con i partecipanti ai fondi; b) un tempestivo e costante scambio di informazioni con: i) le proprie strutture di commercializzazione, gli intermediari incaricati del collocamento e la banca depositaria, al fine di garantire elevati *standard* di sicurezza e celerità nella trasmissione delle documentazioni e dei mezzi di pagamento relativi alle operazioni di investimento/disinvestimento disposte dai partecipanti; ii) la Sgr “gestore”, per garantire alla medesima la costante conoscenza dei flussi finanziari derivanti dalle operazioni di entrata e di uscita dai fondi e per ricevere i dati concernenti la valorizzazione delle quote, nonché le informazioni sull'operatività effettuata per conto dei fondi.

La Sgr gestore, dal canto suo, predispone adeguati processi per un tempestivo e costante scambio di informazioni con: a) la banca depositaria, al fine di consentirle la tempestiva conoscenza dei dati per l'esecuzione delle operazioni di investimento/disinvestimento e per l'espletamento delle funzioni di propria competenza; b) la Sgr promotore, per fornire alla medesima i dati concernenti la composizione del patrimonio dei fondi e il relativo valore, il profilo di rischio delle scelte d'investimento effettuate e quelli necessari per la predisposizione dell'informativa per il pubblico.

¹³⁴ V. *supra*, par. 4.

¹³⁵ Così R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998, pp. 1121 e ss.

delegherebbe all'altra la gestione, conformemente allo schema previsto dall'art. 33 T.U.¹³⁶. In tal modo i rapporti tra le due Sgr sarebbero regolati dalla disciplina generale del mandato – più precisamente, il mandatario (gestore), su incarico del mandante (la società promotrice), si obbligherebbe a compiere l'atto per conto di un terzo (l'investitore), sul quale dovrebbero poi ricadere gli effetti, favorevoli e sfavorevoli, dell'attività¹³⁷.

Altra parte degli interpreti non ritiene condivisibile questa pur lineare tesi, giudicata inidonea a fornire un compiuto inquadramento della fattispecie: in particolare, essa non chiarirebbe se, per le spese di gestione, il terzo sia debitore verso la Sgr mandante o verso la mandataria, né giustificherebbe per quale ragione ricadano sul terzo anche gli effetti negativi della gestione. Propone quindi una diversa soluzione, sostenendo che entrambi gli intermediari siano parte di *rapporti giuridici distinti* contestualmente instaurati con l'investitore¹³⁸. Tale impostazione, si osserva, sarebbe più aderente al quadro organizzativo descritto dal Testo Unico: in caso di scissione del servizio nelle attività di promozione e gestione originano rapporti giuridici differenti, onde le due Sgr coinvolte restano entrambe direttamente e solidalmente obbligate, ciascuna per quanto di propria spettanza¹³⁹, nei confronti dei clienti. Vengono quindi in considerazione non un contratto trilaterale, ma due rapporti bilaterali: da un lato l'investitore, che sottoscrive una quota del fondo comune; dall'altro i due intermediari, ciascuno dei quali si obbliga ad effettuare determinate prestazio-

¹³⁶ La tesi appare non pienamente soddisfacente a chi osserva che quest'ultima delega, il cui ambito di operatività è circoscritto alla scelta degli investimenti, può essere rilasciata unicamente dal gestore e non dalla promotrice (R. LENER, GALANTE, *D.lg. 58/1998. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Società*, 1998, p. 53), laddove la scelta se affidare la gestione del fondo ad altro intermediario abilitato spetta sicuramente alla promotrice. Seguendo diversa impostazione, MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 312, indica il referente nella delega ex art. 43 T.U., che prevede l'affidamento in gestione dell'intero patrimonio di una Sicav ad una Sgr.

¹³⁷ Sul tema, v. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di dir. civ e comm.* diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Milano, 1984, 106 ss., che distingue tra la figura descritta nel testo, definendola "mandato per conto del terzo", e il "mandato a favore di terzo" o "con clausola a favore di terzo" ove il mandatario, che si obbliga nei confronti del mandante, assume anche l'obbligo di ritrasferire ad un terzo i soli risultati *favorevoli* dell'atto gestorio, secondo lo schema definito dall'art. 1411 c.c.

¹³⁸ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 25 e ss.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., pp. 312 e s.; SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 294.

¹³⁹ Con la conseguente impossibilità di applicare alla fattispecie la disciplina della responsabilità per il caso di sostituzione nell'esercizio di un incarico nell'interesse di altri, fissata in generale dall'art. 1717 c.c. in tema di mandato.

ni¹⁴⁰. Una conferma in tal senso verrebbe dal dato testuale, in particolare ove si prevede che i due intermediari operino *in modo indipendente* e nell'interesse dei partecipanti al fondo (art. 36, 4° comma, T.U.), e che *entrambe* le Sgr, non solo quella che ha istituito il fondo, assumono verso gli stessi partecipanti gli obblighi e la responsabilità del mandatario (art. 36, 5° comma, T.U.)¹⁴¹. Anche la regola della responsabilità solidale del promotore e del gestore parrebbe coerente con questa tesi, rafforzando la tutela degli investitori che potranno far valere i loro diritti contro entrambi gli intermediari¹⁴². Ulteriore riscontro sarebbe poi desumibile dalla normativa secondaria¹⁴³, secondo la quale la designazione del gestore non consegue al conferimento d'incarico da parte della promotrice, successivamente all'istituzione del fondo, ma viene già prefigurata nella fase genetica del fondo medesimo e disciplinata nel regolamento¹⁴⁴.

In realtà le due descritte ricostruzioni non appaiono tra loro del tutto incompatibili, «potendo coesistere il “mandato” (in senso lato) tra società promotrice e gestore e il rapporto diretto tra partecipanti e gestore»¹⁴⁵.

Quale che sia la tesi prescelta, pare indubbio che l'art. 36 T.U. presupponga l'attuale sussistenza di un rapporto fiduciario tra le società promotrice e di gestione. Si discute circa le conseguenze derivanti dal venir

¹⁴⁰ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 27 (testo e nota 22), che sottolinea come la possibilità di scindere il servizio di gestione del risparmio in monte in promozione e gestione richiami da vicino lo schema originario del *contractual investment trust*.

¹⁴¹ Conformemente alla definizione dell'art. 1, 1° comma, lett. n) T.U. – v. SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., 294; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 313; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 215 e ss.

¹⁴² La solidarietà risulterebbe incompatibile con lo schema dell'art. 1717 c.c., che la dottrina prevalente qualifica come accolto *ex lege*, in forza del quale il sostituto assume l'obbligazione del mandatario sostituito verso il mandante, con la rilevante differenza, rispetto alla disciplina del 2° comma dell'art. 1273 c.c., che qui la liberazione del mandatario deriva direttamente dalla semplice autorizzazione alla sostituzione, esplicita o implicita – liberazione comunque non piena, posto che il mandatario può essere chiamato a rispondere per la scelta del sostituto (art. 1717, 2° comma, c.c.), ovvero per le istruzioni impartite allo stesso sostituto (art. 1717, 3° comma, c.c.): v. sul tema LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., 1984, p. 413; MINERVINI, *Il mandato, la commissione e la spedizione*, in *Trattato di dir. civ. it.* diretto da Vassalli, Torino, 1954, p. 62.

¹⁴³ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. II, Cap. I, Sez. III.

¹⁴⁴ MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 313.

¹⁴⁵ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 413, n. 24; diversamente PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 213 e ss., che evoca lo schema negoziale, di matrice anglosassone, dei *symbiotic contracts*.

meno di tale fiducia¹⁴⁶. Sul tema, di non agevole inquadramento, incide la normativa regolamentare, che impone alle due Sgr coinvolte la stipula di apposita convenzione¹⁴⁷, ove si definiscono gli obiettivi e le politiche d'investimento nonché i profili di rischio, quali risultano dal regolamento del fondo¹⁴⁸, e l'ambito e i caratteri delle attività poste in essere da ciascuno degli intermediari, anche con riguardo alle modalità di sostituzione del gestore o del promotore¹⁴⁹. Con specifica pattuizione si potrà riservare alla società promotrice la facoltà di sostituire unilateralmente il gestore, o viceversa attribuire a quest'ultimo analogo posizione di supremazia¹⁵⁰ – ferma la disciplina dei rapporti tra investitori e intermediari. La normativa secondaria riserva così all'autonoma valutazione delle Sgr convenzionate la definizione dei loro rapporti interni¹⁵¹.

Al di là delle possibili forme di regolamentazione adottate dalle società, i rapporti contrattuali che intercorrono tra partecipanti e promotrice, da un lato, e partecipanti e gestore, dall'altro, seppur formalmente distinti, appaiono tra loro collegati sul piano funzionale¹⁵². Tale collegamento assume specifica rilevanza, alla luce del principio generale dell'esecuzione secondo buona fede dei contratti, con riguardo allo svolgimento

¹⁴⁶ NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 338; PONTOLILLO, *Art. 36*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 386; SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 294 e s., i quali sottolineano la mancata previsione nel Testo Unico di un meccanismo che consenta alla società promotrice la sostituzione del gestore (come invece era possibile in precedenza, ai sensi dell'art. 2-ter, l. 23-3-1983, n. 77). Sembra peraltro che, nel sistema attuale, la tutela sarà realmente efficace solo se azionabile da ciascuna società, in caso d'inadempimento dell'altra: onde la semplice sostituzione del gestore da parte della società promotrice configurerebbe un rimedio quanto meno parziale.

¹⁴⁷ V. art. 34 reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007.

¹⁴⁸ Potranno essere richiamati i beni oggetto dell'investimento (valori e strumenti finanziari) e la tipologia delle operazioni consentite anche alla luce della rischiosità e degli indici di *performance*.

¹⁴⁹ Così il regolamento del fondo definisce le procedure per la sostituzione della società promotrice e del gestore al fine di evitare soluzioni di continuità nello svolgimento dei rispettivi compiti (v. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 4.1.2).

¹⁵⁰ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 29; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 315.

¹⁵¹ Ciò almeno in astratto prescindendo da qualsiasi riferimento al mandato – la cui disciplina peraltro potrà fornire lo schema generale di riferimento per la stessa convenzione.

¹⁵² Sul collegamento negoziale, *ex multis*, v. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato dir. priv.* diretto da Iudica e Zatti, Milano, 2001, pp. 387 e ss., e per la bibliografia pp. 414 e ss.; D. CARUSI, *La disciplina della causa*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 1999, pp. 579 e ss., e *ivi* riferimenti.

dell'unico servizio di investimento, onde (a) la società promotrice pare legittimata a sostituire il gestore inadempiente, predisponendo unilateralmente idonea modifica del regolamento del fondo, che andrà soggetta al controllo della Banca d'Italia *ex art.* 39 T.U.; e per contro (b) il comportamento inadempiente della società promotrice, che pregiudichi l'operatività del gestore, risulta idoneo a fondarne l'istanza di recesso, anche in deroga agli accordi sulla sostituzione del gestore eventualmente recepiti dalla convenzione.

Si ritiene che il riparto di competenze tra promotrice e gestore, quale definito dall'art. 1, 1° comma, lett. n) T.U., sia in linea di massima disponibile¹⁵³, ciò argomentandosi principalmente dalla lettera dell'art. 39, 1° comma, T.U., secondo cui il regolamento del fondo deve tra l'altro indicare le competenze riservate alla Sgr promotrice, nonché quelle attribuite alla Sgr di gestione. Tale norma, si osserva, sarebbe inutilmente ripetitiva e priva di autonoma *ratio*, se non attribuisse agli operatori la facoltà di articolare le rispettive competenze anche *in deroga* allo schema generale. Inoltre l'art. 40, 3° comma, T.U. stabilisce che, nel caso il gestore sia diverso dalla società promotrice, l'esercizio del diritto di voto inerente gli strumenti finanziari compresi nel fondo comune sia attribuito al primo, salvo patto contrario: il che sembra testualmente confermare l'ammissibilità della riserva pattizia alla promotrice di un potere per sé afferente al gestore¹⁵⁴. Dal canto suo, la normativa secondaria evita di porre vincoli all'autonomia decisionale degli intermediari in ordine al riparto di competenze delle Sgr promotrice e di gestione¹⁵⁵. Sembra però che tale discrezionalità non possa spingersi sino a svuotare di qualsiasi contenuto la distinzione di legge. In particolare, il riparto di attribuzioni in deroga allo schema legale sarà ammissibile solo se, per un verso, non precluda, o non limiti in modo decisivo, l'operatività del gestore, privandolo della dovuta autonomia di giudizio, in ipotesi subordinando ogni sua iniziativa al controllo del promotore¹⁵⁶; per altro verso, non releghi il promotore al ruolo di mero agente del gestore, attribuendo a quest'ultimo l'intero svolgi-

¹⁵³ TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, pp. 31 e ss.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., pp. 314 e ss.

¹⁵⁴ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 420 e s.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 338.

¹⁵⁵ MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 314.

¹⁵⁶ PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 203 e s.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 32 e s., secondo i quali in tale ipotesi non sarebbe integrata la fattispecie dell'art. 36 T.U., ma piuttosto quella della delega *ex art.* 33, 3° comma, T.U., deferita limitatamente a specifiche scelte d'investimento e riconducibile all'art. 1717.

mento del servizio¹⁵⁷. La deroga sarà dunque consentita solo se funzionale al perseguimento dei fini di flessibilità organizzativa e specializzazione del servizio che la stessa legge mira a promuovere.

7. Segue: *la gestione della Sgr e i rapporti con i partecipanti.*

È necessario ora focalizzare l'attenzione sullo schema negoziale, che origina con la sottoscrizione o l'acquisto di una o più quote del fondo e si estingue con il rimborso delle stesse¹⁵⁸. Qui si individua un fascio di rapporti¹⁵⁹ che coinvolgono la Sgr e ciascun partecipante, non già un solo rapporto¹⁶⁰ che contrapponga la società al gruppo degli investitori: questi ultimi infatti non danno vita – almeno di regola – ad un'organizzazione di categoria, idonea a qualificare come unitaria la loro posizione.

Lo schema negoziale che emerge non appare direttamente riconducibile al mandato¹⁶¹, nonostante la previsione dell'art. 36, 5° comma, T.U. che fissa i parametri di responsabilità del gestore richiamandone la disciplina¹⁶². Ciò si deduce dal rilievo che l'investitore, nei cui confronti la Sgr si obbliga a svolgere la gestione, non può in alcun modo indirizzare l'attività dell'intermediario, assumendo così una posizione ben diversa da quella del mandante. Il Testo Unico disciplina dunque un contratto *tipico*

¹⁵⁷ PICARDI e TONELLI, *opp. locc. ultt. citt.*; diversamente BISOGNI, *I modelli organizzativi della sgr nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998, p. 1138.

¹⁵⁸ Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 4.2.1. e 4.2.2. disciplina le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote, distinguendo tra fondi aperti e chiusi.

¹⁵⁹ MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 318 e s.

¹⁶⁰ A. LENER, *Legge 23 marzo 1983, n. 77: istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento – Art. 3*, in *Nuove Leggi Civ.*, 1984, pp. 403 e s.

¹⁶¹ Sul punto concorda la dottrina prevalente: v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 436 e ss.; MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 319; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 28 – in conformità all'orientamento tradizionale, formatosi anteriormente al Testo Unico (A. LENER, *Art. 3*, cit., p. 402; BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, pp. 908 e ss.). Seguono invece la tesi del mandato LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, pp. 541 e s.; G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, pp. 25 e ss.

¹⁶² Per una generale ricognizione sul tema della responsabilità civile degli intermediari finanziari, v. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999; ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa*, 1998, I, pp. 372 e ss.; in giurisprudenza Trib. Bari, 3-5-2001, in *Contratti*, 2001, p. 901, con nota di F. VOLPE, *La responsabilità civile degli intermediari finanziari: un leading case*.

di gestione patrimoniale¹⁶³: ciò non esclude, peraltro, che la normativa speciale possa essere completata dalle disposizioni del mandato, che fissano principi generali del rapporto gestorio¹⁶⁴, suscettibili di applicazione transpica¹⁶⁵.

In questa prospettiva, ogni partecipante potrà agire contro la Sgr per il caso di negligente espletamento dell'incarico; è discusso se l'azione debba ritenersi esclusivamente finalizzata al risarcimento del danno patito da ciascun investitore per effetto della riduzione di valore della corrispondente quota, ovvero alla reintegrazione del patrimonio dell'intero fondo comune¹⁶⁶. La legge tace altresì circa la possibilità che il singolo partecipante possa esercitare l'azione nell'interesse collettivo e a spese del fondo¹⁶⁷.

¹⁶³ La cui distanza rispetto al mandato risulta ancor più sensibile, ove il servizio venga svolto da due società, promotrice e di gestione: TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 28.

¹⁶⁴ COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 197 e s.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 28 e s.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 317.

¹⁶⁵ Il riferimento va alla dottrina che individua segmenti di disciplina, dettati per un istituto, da cui si estrapolano regole generali, idonee a regolare altre fattispecie, non compiutamente definite, sul presupposto che vengano in considerazione identici interessi: v. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974, p. 164; CAGNASSO, *La concessione di vendita*, Torino, 1983, p. 70; SARALE, *Trasformazione e continuità dell'impresa*, Milano, 1996, pp. 68 e ss.

¹⁶⁶ Quest'ultima soluzione è da alcuni giudicata preferibile, traendosi argomento dalla pretesa impossibilità di determinare in quale misura il danno risentito dal fondo si rifletta sul patrimonio del singolo partecipante, nonché dall'indivisibilità dell'obbligo risarcitorio derivante dall'attività di gestione collettiva: v. MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 325; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, pp. 42 e ss. Altra parte della dottrina disattende tale impostazione, ritenendo comunque possibile quantificare l'entità di quel danno: COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 435, nota 92; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 85 e s.; GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto e impr.*, 1989, p. 181.

¹⁶⁷ Peraltro la mancata finalizzazione alla tutela dell'interesse comune dell'azione commissariale contro gli organi amministrativi e di controllo della Sgr – soprattutto se raffrontata alla diversa formula del previgente art. 3, 6° comma, l. n. 77/1983 – può interpretarsi come un indice testuale, contrario all'ammissibilità dell'azione collettiva: v. MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 326; anche TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 85 e s., testo e nota 172. Va detto che nel Testo Unico l'azione commissariale non risulta più inserita, come in passato, nella disciplina specificamente dedicata agli Oicr, ma trova collocazione nel titolo IV, inerente la crisi degli intermediari (v. il rinvio operato dall'art. 56, 3° comma, alla corrispondente disciplina dell'amministrazione straordinaria). Questa nuova collocazione sistematica giustifica il mancato riferimento alla tutela di un interesse collettivo degli investitori, non configurabile con riguardo agli intermediari che non svolgano gestione in monte.

Il Testo Unico dedica alla responsabilità della Sgr verso gli investitori unicamente il richiamato art. 36, 5° comma¹⁶⁸. Fissa poi vari obblighi di comportamento: onde la società deve operare con correttezza, diligenza e trasparenza, nell'interesse dei partecipanti e dell'integrità del mercato¹⁶⁹, deve ridurre al minimo il rischio di conflitti d'interesse tra patrimoni gestiti e adottare misure che garantiscano la tutela dei diritti dei partecipanti nonché procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi (art. 40 T.U.); deve inoltre agire in modo indipendente (art. 36, 4° comma, T.U.)¹⁷⁰.

Queste disposizioni richiamano l'art. 21 T.U., che detta analoghe regole generali di condotta, comuni a tutti gli intermediari¹⁷¹. A seguito della ricezione della Direttiva Comunitaria sui mercati di strumenti finanziari¹⁷²

¹⁶⁸ Il suo ambito d'applicazione risulta comunque dilatato per effetto del rinvio alla disciplina codicistica del mandato (MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 326; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 83 e ss.). La scelta legislativa di ricondurre la fattispecie alla categoria della responsabilità contrattuale rende in sostanza superflua l'espressa previsione dell'inversione dell'onere della prova, che caratterizza la disciplina normativa dell'azione risarcitoria nei confronti degli altri intermediari: sul punto v. ALPA, *Art. 21*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 212 e ss.; COSSU, *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2, cit., p. 592.

¹⁶⁹ Il riferimento all'integrità del mercato è stato introdotto con il d.lg. n. 274/2003: v. DESIDERIO, "UCITS III": *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., p. 158.

¹⁷⁰ Gli stessi criteri trovano ulteriore specificazione nell'art. 65 reg. Consob n. 16190/2007, ove si prevede che "[n]ello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le Sgr: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli Oicr e dell'integrità dei mercati; b) assicurano che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'Oicr, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'Oicr; c) acquisiscono una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi; d) si astengono da comportamenti che possano avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro o di un cliente; e) operano al fine di contenere i costi a carico degli Oicr gestiti".

¹⁷¹ VELLA, *Art. 40*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 358 e s.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., pp. 340 e s.; MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, cit., pp. 157 e ss., che considera le disposizioni ora richiamate specificazione dei principi generali in tema di diligenza e correttezza nell'adempimento delle obbligazioni.

¹⁷² Direttiva 2004/39/CE, c.d. Direttiva Mifid (*Market in Financial Instruments Directive*); si ricordano altresì le connesse misure di esecuzione, contenute nella Direttiva 2006/73/CE e nel regolamento CE 1287/2006. sul tema in generale v. Rinaldi, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, pp. 12 e ss.

tale sostanziale uniformità risulta ora ravvisabile anche in tema di conflitto di interessi: tutti gli intermediari, e non più solo le Sgr come in passato, possono infatti svolgere operazioni conflittuali, a condizione che adottino misure ragionevoli volte a evitare conseguenze negative per i propri clienti, previa individuazione e segnalazione delle medesime situazioni¹⁷³. La materia risulta disciplinata da apposito regolamento (reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007) che con riferimento agli Oicr predetermina una serie di situazioni potenzialmente pregiudizievoli e indica specifici criteri che la Sgr è tenuta a seguire nella gestione¹⁷⁴. A garantire la trasparenza dell'informazione, la Sgr è altresì tenuta ad istituire e aggiornare periodicamente un registro nel quale riporta le situazioni in cui sia sorto o possa sorgere un conflitto potenzialmente idoneo a ledere in modo grave gli interessi dei medesimi Oicr¹⁷⁵.

Si deve avvertire che talune fattispecie conflittuali sono direttamente contemplate dal Testo Unico: è il caso dei conferimenti e delle cessioni di beni al fondo chiuso, effettuati dai soci della Sgr o dalle società di gruppo, ovvero l'ipotesi inversa di cessione di beni del fondo a favore dei medesimi soggetti¹⁷⁶.

Quanto all'obbligo di agire con diligenza, correttezza e trasparenza, esso si concretizza in una serie di prescrizioni di fonte regolamentare. In primo luogo, la Sgr deve redigere apposite scritture contabili relative ai fondi¹⁷⁷.

¹⁷³ Sul tema v. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 844 e ss.

¹⁷⁴ In particolare la politica di gestione dei possibili conflitti dovrà assicurare l'equo trattamento degli Oicr gestiti, nonché una adeguata indipendenza dei soggetti rilevanti coinvolti (art. 39, reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007).

¹⁷⁵ V. art. 40, reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007.

¹⁷⁶ V. art. 37, 2° comma, lett. b) T.U., nel testo introdotto dal d.l. 25-9-2001, n. 351, convertito in l. 23-11-2001, n. 410, che demanda a regolamento ministeriale la determinazione di apposite cautele in ordine all'intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni. Il precetto trova attuazione in varie disposizioni recepite nel reg. n. 228/1999 – in particolare ove impone alle Sgr il divieto di compiere, per conto di fondi chiusi e fondi aperti non armonizzati, operazioni dirette o indirette di acquisto o vendita di beni con i soci amministratori, i sindaci o il direttore generale della stessa società, ovvero di società del gruppo (art. 12, 3° comma). L'investimento in strumenti finanziari che rappresentano operazioni di cartolarizzazione di crediti ceduti da soci della Sgr, o da soggetti appartenenti al loro gruppo non potrà eccedere il limite del 3 per cento dell'intero patrimonio. Quanto ai fondi immobiliari, non è previsto un analogo divieto, ma vengono fissati limiti massimi al valore delle singole operazioni e del totale delle operazioni, è richiesta una relazione di stima degli esperti e la delibera dell'organo amministrativo della Sgr deve illustrare gli interessi del fondo e dei suoi sottoscrittori per l'operazione. V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 416 e ss.

¹⁷⁷ Vale a dire: il libro giornale del fondo comune, ove devono essere annotate giornalmente le operazioni relative alla gestione e quelle inerenti l'emissione e il rimborso delle quote del fondo; il rendiconto della gestione del fondo, da redigersi entro

Sempre allo scopo di garantire la trasparenza dell'informazione, la società è tenuta ad indicare nel prospetto d'offerta un parametro oggettivo di riscontro¹⁷⁸. Tale indicatore di *performance*, c.d. *benchmark*, dovrebbe facilitare la valutazione dei rendimenti e quindi favorire la competitività degli intermediari¹⁷⁹.

Dal canto suo, la convenzione per lo svolgimento disgiunto delle attività di promozione e gestione¹⁸⁰, che individua le caratteristiche del servizio e prefigura il contenuto dei rapporti instaurati con i sottoscrittori¹⁸¹, deve consentire l'individuazione di parametri concreti, sulla cui base verificare l'adempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nell'esecuzione dell'incarico, fissati dagli artt. 36, 5° comma, 40, 1° comma, lett. a) e 50, 1° comma, T.U.¹⁸².

sessanta giorni dalla fine dell'esercizio annuale o nel minor periodo di tempo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi; la relazione semestrale relativa alla gestione del fondo, da completare entro trenta giorni dalla chiusura del semestre; il prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo dei fondi aperti, da predisporre con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote (reg. n. 228/1999, artt. 2 e 3; art. 37, 2° comma, lett. c) T.U.). La Sgr deve poi conservare traccia dei dati e delle valutazioni su cui si fondano le strategie d'investimento per ciascun Oicr, e descrivere le scelte concretamente adottate, anche tenendo conto delle finalità dell'investimento (art. 66 reg. Consob n. 16190/2007).

¹⁷⁸ V. art. 75 reg. Consob n. 16190/2007.

¹⁷⁹ ENRIQUES, VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito* a cura di Banfi, Di Battista, Bologna, 1998, p. 385; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 342. Si deve rimarcare che la normativa secondaria si limita a dettare regole di principio, lasciando agli stessi operatori la determinazione dei criteri redazionali del *benchmark*. In tale sistema, solo un'attenta attività di autodisciplina volta a definire regole di calcolo comuni e condivise appare idonea ad attenuare i rischi di un uso distorto del medesimo parametro di riferimento e garantire che esso sia credibile, e coerente con le politiche di gestione (BASILE, *Il benchmarking*, Milano, 1999, p. 40; VELLA, *Art. 40*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 359 e s., ove ulteriori indicazioni; con riferimento alle iniziative delle associazioni di categoria, ASGESTIONI, *Benchmark e fondi comuni*, Roma, 1999, p. 30).

¹⁸⁰ V. *supra*, al par. precedente.

¹⁸¹ La convenzione, in tal senso, opererebbe come contratto normativo c.d. esterno, definendo le caratteristiche dei contratti aventi ad oggetto il servizio di gestione, che saranno stipulati con i terzi sottoscrittori (in ciò distinguendosi dal contratto normativo c.d. interno, ove le parti che concludono l'accordo quadro coincidono con quelle che concluderanno i futuri contratti) – v. ROPPO, *Il contratto*, cit., pp. 526 e ss., 530; MAIORCA, voce "Normativo (contratto)", in *Digesto civ.*, XII, Torino, 1995, pp. 169 e ss.; GENTILI, *Sull'interpretazione dei contratti normativi*, in *Contratto e impr.*, 1999, p. 1162.

¹⁸² Ciò a conferma che sussiste una connessione tra i distinti rapporti instaurati tra i sottoscrittori e ciascuna società intermediaria (v. *supra*). La Consob impone al gestore di ricercare ed elaborare le informazioni necessarie per effettuare analisi di scenario; formulare previsioni economiche sulla base delle quali stabilire le strategie generali di

La Sgr deve curare che la gestione avvenga alle migliori condizioni possibili «con riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsivoglia altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione», e vigilare che tali condizioni siano effettivamente conseguite¹⁸³.

Inoltre la Sgr deve esercitare nell'interesse dei partecipanti il diritto di voto che attiene agli strumenti finanziari conferiti nei fondi comuni (art. 40, 2° comma, T.U.)¹⁸⁴. In tal modo l'intermediario¹⁸⁵ dovrebbe svolgere un ruolo attivo di monitoraggio sulla gestione dell'emittente – in linea con i principi che informano la più recente legislazione in tema di società quotate, tendenti a favorire la creazione di centri di potere organizzati alternativi al gruppo di controllo¹⁸⁶, anche attraverso l'azione degli investitori istituzionali¹⁸⁷. Così le decisioni della Sgr in ordine all'esercizio di quel

investimento; e infine tradurre tali strategie in scelte operative conseguenti (art. 66, comma 1°, reg. Consob n. 16190/2007). V. anche la *comunicazione Consob n. DIN/1056336 del 23-7-2001*, secondo la quale ogni decisione d'investimento dovrà essere assunta nell'ambito di una data strategia previamente deliberata dagli organi della Sgr, ponendosi in rapporto di strumentalità rispetto all'effettivo perseguimento degli obiettivi degli Oicr gestiti. La promotrice dovrà far proprie dette strategie, e la convenzione ne darà riscontro.

¹⁸³ V. art. 68, reg. Consob n. 16190/2007.

¹⁸⁴ In passato l'art. 4, l. n. 77/1983 faceva generico riferimento all'esercizio dei diritti inerenti i valori mobiliari compresi nel fondo comune, senza connotare teleologicamente tale attività: sul tema v. WEIGMANN, *I fondi comuni come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1089 e ss.; ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, *ivi*, 1988, pp. 790 e ss.

¹⁸⁵ Per l'articolazione binaria dell'attività *ex art.* 36, 1° comma, T.U., v. *supra*, par. 6.

¹⁸⁶ Si tenga presente che l'obbligo di diversificazione non consente alle Sgr di assumere posizioni di controllo all'interno di una società aperta.

¹⁸⁷ GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate* a cura di Bonelli e altri (Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure, 13/14-6-1998), Milano, 1998, pp. 142 e ss.; MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, Corporate governance*, Padova, 1999, p. 188, che nota come l'investitore collettivo, nel perseguire l'interesse degli aderenti, deve assumere un ruolo attivo nelle società partecipate. L'obbligo di perseguire l'interesse degli investitori probabilmente legittima la Sgr ad esprimere il voto in modo divergente (v. JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, Milano, 1977; per la specifica legittimazione del voto divergente da parte degli investitori istituzionali, ancora JAEGER, *Il voto divergente*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, III, 1, Torino, 1994, p. 461). Si dovrebbe poi verificare se la Sgr possa assumere il ruolo di committente nella sollecitazione delle deleghe di voto (sul tema in generale, v. PETRAZZINI, *Art. 138*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, pp. 203 e ss.; PALMIERI, *Art. 136*, LAMANDINI, *Art. 138*, entrambi in *Commentario Campobasso*, II, cit., rispettivamente pp. 1122 e ss. e pp. 1136 e ss.): in caso di risposta affermativa al quesito, le stesse regole di condotta dovrebbero caratterizzare l'esercizio di tutti i voti sollecitati.

voto restano discrezionali, ma potranno essere contestate dagli investitori, ove non valorizzino il patrimonio comune¹⁸⁸.

La regola che preclude ai partecipanti qualsiasi ingerenza nell'attività di gestione – e giustifica le rigorose previsioni regolamentari di divieti e limiti di investimento, nonché il conseguente regime di responsabilità dell'intermediario – subisce un'eccezionale attenuazione nel caso dei fondi chiusi. Il comma 2-*bis* dell'art. 37 T.U.¹⁸⁹ prevede infatti che i partecipanti a tale categoria di Oicr si possano riunire in assemblea per adottare deliberazioni, *vincolanti per la Sgr*, aventi ad oggetto la sostituzione della stessa società, la richiesta di ammissione a quotazione, le modifiche delle politiche di gestione, nonché le altre materie individuate da apposito regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze (v. il 1° comma del medesimo art. 37 T.U.). L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della Sgr, «anche su richiesta di tanti partecipanti che rappresentino il dieci per cento del valore delle quote in circolazione»¹⁹⁰. Le decisioni sono approvate con il voto favorevole del cinquanta per cento più una quota degli intervenuti, ma il *quorum* deliberativo non può essere inferiore al trenta per cento del valore di tutte le quote emesse¹⁹¹.

Le delibere dell'assemblea dei partecipanti vertono su temi di notevole rilievo; esse peraltro non incidono direttamente sull'attività della Sgr, in

¹⁸⁸ VELLA, *Art. 40*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 361; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 420, che sottolineano come l'osservanza di tali regole di condotta non si tradurrà necessariamente nell'obbligo d'intervento e voto in assemblea, ove in concreto l'astensione rappresenti l'atteggiamento più conveniente per l'interesse dei risparmiatori. V. ora reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007, art. 32.

¹⁸⁹ Introdotto dall'art. 41-*bis*, 7° comma, l. 24-11-2003, n. 326 e subito modificato dall'art. 3, comma 124°, della l. 24-12-2003, n. 350 (finanziaria per il 2004).

¹⁹⁰ La legge non dice se in quest'ultimo caso gli amministratori della Sgr siano obbligati a convocare l'assemblea, oppure no (si confronti il testo dell'art. 2367 c.c., secondo cui gli amministratori o il consiglio di gestione devono convocare l'assemblea della s.p.a. su richiesta dei soci di minoranza); tantomeno fissa dei limiti temporali, entro cui lo stesso organo amministrativo debba provvedere alla convocazione (sempre l'art. 2367 c.c. dispone che la convocazione avvenga senza ritardo); la legge non prevede neppure la nomina di un rappresentante comune dei partecipanti, cui conferire l'incarico di agevolare il funzionamento dell'assemblea. Il difetto di un obbligo di tempestiva attivazione degli amministratori affievolisce l'efficacia della prescrizione; resta il dubbio se gli investitori possano superare l'*impasse* denunciando la situazione all'Autorità di vigilanza.

¹⁹¹ L'espressione non è chiarissima: in particolare non si comprende se sia consentito prevedere – nel regolamento del fondo o nello statuto della società – un *quorum* deliberativo inferiore a quello legale, che comunemente non potrà scendere al di sotto dell'indicata percentuale; ovvero se, posta la non derogabilità del *quorum*, la deliberazione non sarà validamente assunta se in concreto non vi abbiano prestato adesione tanti partecipanti titolari di quote il cui valore sia almeno pari al 30% – il che equivarrebbe ad imporre altresì un *quorum* costitutivo per l'assemblea.

quanto devono essere previamente approvate dalla Banca d'Italia¹⁹², onde la *voce* degli investitori sarà comunque mediata dalle valutazioni dell'Autorità di vigilanza¹⁹³. Il carattere vincolante delle delibere approvate dalla Banca Centrale varrà presumibilmente ad escludere eventuali profili di responsabilità degli amministratori che diano attuazione alle stesse decisioni, in parziale deroga alla disciplina generale della s.p.a. [v. art. 2364, 1° comma, n. 5) c.c.].

L'art. 37, comma 2-*bis*, T.U. regola il funzionamento dell'adunanza dei partecipanti sulla falsariga dell'assemblea della Sicav, richiamando espressamente l'art. 46, commi 2° e 3°, T.U.¹⁹⁴: se ne desume che l'avviso di

¹⁹² La legge non dice testualmente che l'approvazione abbia carattere preventivo: peraltro l'intervento dell'Autorità si rivelerebbe sostanzialmente inutile, ove non incidesse sulla produzione degli effetti delle deliberazioni. Detta approvazione s'intende concessa quando la Banca non abbia adottato un formale provvedimento di diniego entro quattro mesi dalla comunicazione.

¹⁹³ Il che, in qualche misura, ridimensiona la portata della norma. La novità in esame appare comunque di notevole rilievo, se si considera che la possibilità di *sostituire* la Sgr può di fatto tradursi in una ingerenza dei partecipanti nelle politiche di gestione del patrimonio, del tutto inedita rispetto alla tradizionale disciplina dei fondi comuni. Ciò solleva una serie di problemi, cui in questa sede è consentito solo sommarariamente accennare.

Non è chiaro come si possa tecnicamente realizzare la suddetta sostituzione: ed in particolare se essa si risolva nell'obbligo di dismissione del fondo comune, posto a carico della Sgr che sino a quel momento ne abbia curato la gestione [nella specie, il trasferimento coattivo del fondo potrebbe essere attuato attraverso una cessione di ramo d'azienda, comportante l'automatico passaggio alla nuova Sgr dei rapporti contrattuali pendenti, compresi quelli derivanti dalla sottoscrizione delle quote del fondo (v. *infra*, par. 9); si dovrebbe poi indicare quale tutela possano azionare gli investitori, in caso di inerzia della Sgr sostituita]; ovvero se la decisione in esame comporti una mera *sostituzione nella gestione*, con la conseguenza che l'intermediario sostituito sarebbe semplicemente tenuto ad articolare la propria attività secondo lo schema binario definito dall'art. 36, 1° comma, T.U. (v. *supra*, par. 6), e così nominare come gestore la società indicata dai partecipanti; o ancora se la deliberazione degli investitori produca automaticamente l'effetto sostitutivo. L'inquadramento del tema non può prescindere dalla ricostruzione della *ratio* della nuova norma: in particolare, se essa sia finalizzata a preconstituire un *mezzo di difesa* degli investitori, ove le *performances* del fondo siano deludenti; ovvero configuri uno *strumento di indirizzo della gestione*, estemporaneamente riservato agli investitori e attivabile a prescindere dai risultati conseguiti dall'intermediario. Lo scioglimento di quest'ultima alternativa pare incidere anche sul connesso problema se la sostituzione possa essere validamente deliberata *in ogni caso*, o solo *per giusta causa* (e, nella prima ipotesi, se i partecipanti siano obbligati a risarcire il danno subito dalla Sgr immotivatamente esautorata). Si dovrebbero poi vagliare le eventuali interferenze con la disciplina della *gestione individuale* di portafogli di investimento, ove vige il principio secondo cui l'intermediario, nell'esercizio della propria attività, deve sempre osservare le direttive impartitegli dai clienti.

¹⁹⁴ V. *infra*, par. 15.

convocazione dovrà essere pubblicato su quotidiani¹⁹⁵, e i partecipanti potranno esprimere il proprio voto per corrispondenza, ove ciò sia consentito.

8. *Le deleghe di gestione.*

Come s'è anticipato, la Sgr può delegare ad altri intermediari abilitati a prestare servizi di gestione di patrimoni¹⁹⁶ l'adozione di specifiche scelte d'investimento: più precisamente, la società di gestione¹⁹⁷ dovrà definire i criteri di allocazione delle risorse, c.d. *asset allocation*, che il delegato è tenuto ad osservare nello svolgimento dell'attività d'investimento, c.d. *stock picking* (art. 33, 3° comma, T.U.)¹⁹⁸. La delega, come già l'articolazione binaria del servizio di promozione e gestione¹⁹⁹, risponde ad esigenze di specializzazione professionale, valorizzate dal Testo Unico. Invero tra i due istituti non sussistono decisivi elementi di continuità²⁰⁰: l'art. 33, 3° comma, T.U. non consente di deferire la pienezza delle funzioni operative, come invece avviene per il gestore ai sensi dell'art. 36 T.U. Ciò emerge dalla lettera della legge²⁰¹ e dal rilievo che l'equiparazione delle figure in esame si risolverebbe in una superflua duplicazio-

¹⁹⁵ Quella su quotidiani, nel disegno dell'art. 46 T.U. rappresenta una pubblicità *integrativa* rispetto a quella prevista per tutte le assemblee s.p.a. dall'art. 2366, 2° comma, c.c.: quest'ultima norma non sembra direttamente applicabile.

¹⁹⁶ Cioè esclusivamente intermediari abilitati al servizio di gestione in monte o individuale (siano essi nazionali, comunitari o extracomunitari).

¹⁹⁷ Se si adotta lo schema operativo dell'art. 36 T.U., la delega sarà rilasciata dalla società cui compete la gestione (non dalla promotrice).

¹⁹⁸ BISOGNI, *I modelli organizzativi della sgr nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, cit., p. 1140.

¹⁹⁹ Su cui v. *supra*, par. 6.

²⁰⁰ Sul punto v. MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 302 e s.

²⁰¹ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 418 puntualizzano che la delega *ex art. 33, 3° comma*, potrà sicuramente riguardare *tutto il patrimonio del fondo*, ma soltanto per *determinate scelte* di gestione. I vincoli inerenti i poteri del delegante e l'individuazione dei soggetti delegati – che come si è visto devono essere intermediari abilitati a svolgere gestioni individuali o collettive – riflettono la scelta legislativa di apprestare una tutela rafforzata per i risparmiatori, tra l'altro privi del potere d'incidere sulle scelte della Sgr. Attraverso la delega *ex art. 33, 3° comma, T.U.* non si potrà dunque eludere la regola che riserva lo svolgimento della gestione in monte a soggetti ad essa specificamente abilitati: di qui la deduzione che il conferimento dell'incarico in violazione delle suddette regole integra la fattispecie di esercizio abusivo del servizio di gestione collettiva, sanzionata dall'art. 166 T.U. (v. BATTIGAGLIA-PANTANO, *Società di gestione del risparmio: il provvedimento emanato dalla Banca d'Italia*, cit., p. 1126; MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 303).

ne²⁰². Neppure sembra possibile ricondurre la delega, regolata dall'art. 33, 3° comma, T.U., all'amministrazione delegata delle società ex art. 2381 c.c., che, nei limiti delle funzioni attribuite, conferisce pieni poteri amministrativi e quindi trascende l'ambito della mera consulenza²⁰³.

La cooperazione gestoria, in base alla quale la Sgr fissa i criteri generali cui l'attività del delegato deve conformarsi, richiama la figura del mandato e può inquadrarsi tra i c.d. contratti di *management*, funzionali all'organizzazione e allo svolgimento di attività tecniche²⁰⁴. La devoluzione dell'incarico rientra nella competenza dell'organo amministrativo della Sgr, senza necessità di apposita autorizzazione assembleare o statutaria, come emerge dall'art. 33 T.U. e dalla normativa secondaria²⁰⁵.

²⁰² Quest'ultima società infatti potrebbe conseguire lo stesso risultato rilasciando alla prima una delega generale: MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio*, cit., p. 1479; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., pp. 334 e s.; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 239 e ss.

²⁰³ MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 338. Per l'applicabilità dell'art. 2381 c.c. alla delega di gestione che le Sicav possono conferire a Sgr, con riguardo alla normativa anteriore al Testo Unico, v. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 772; R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, 10, 1, Torino, 1993, pp. 168 e s. – e comunque v. *infra*, par. 16. Sul contenuto della delega ex art. 2381 c.c., anteriormente alla riforma, COTTINO, *Le società, Diritto commerciale*, I, 2, Padova, 1999, p. 418; CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, pp. 291 e ss.; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, pp. 46 e ss.; dopo la riforma, MONTALENTI, *Art. 2381*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, I, cit., pp. 680 e ss.

²⁰⁴ In argomento v. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 244 e ss.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 339; MONTALENTI, *La traslazione dei poteri di gestione nei gruppi di società: i "management contracts"*, in *Contratto e impr.*, 1987, p. 436; ROPPO, *Le società di investimento a capitale variabile (SICAV): prime considerazioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 691 e ss.

²⁰⁵ La materia è regolata dall'art. 33 del reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007, conformemente alla generale prescrizione dell'art. 6, comma 2-bis, let. k) T.U. La delega è revocabile *ad nutum* e con effetto immediato, implicitamente consentendo alla Sgr delegante di intervenire in qualsiasi momento nella gestione degli investimenti. Il potere di revoca va attribuito all'organo amministrativo e non all'assemblea della società, in considerazione della più facile e tempestiva attivazione del primo, al fine di inibire al delegato il compimento d'atti pregiudizievoli (MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 305). È discusso se la delega possa essere revocata, anche quando conferita nell'interesse del delegato (per la soluzione affermativa, v. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 341, nota 109; diversamente LUMBAU, *La gestione sociale ed il regime giuridico del patrimonio nelle società per azioni a capitale variabile*, in *Giur. comm.*, 1994, I, pp. 599 e ss.). In generale, è dubbio se l'interesse del delegato sia compatibile con quello dei partecipanti, alla cui tutela, come detto, deve essere principalmente improntata la gestione della Sgr: tra l'altro, la delega deve assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto d'interessi,

La delega ex art. 33, 3° comma, T.U. deve essere rilasciata per iscritto e per una durata determinata. L'esecuzione delle operazioni può essere subordinata al preventivo assenso della Sgr delegante; in caso contrario la delega dovrà comunque contenere clausole che impongano al delegato di attenersi, nella scelta degli investimenti, alle indicazioni periodicamente impartitegli dalla stessa delegante²⁰⁶. Lo svolgimento della consulenza non presuppone la necessaria attribuzione di poteri rappresentativi: ove comunque una procura sia conferita, le si applicherà la disciplina della rappresentanza commerciale, non quella degli amministratori delle società²⁰⁷. La devoluzione dell'incarico, essendo atto discrezionale del gestore, non viene menzionata dal regolamento del fondo²⁰⁸: l'informazione al pubblico è qui garantita dal prospetto, che darà notizia della delega e dei suoi contenuti²⁰⁹.

Il 4° comma dell'art. 33 T.U.²¹⁰ integra la disciplina della delega sin qui esaminata, consentendo alla Sgr di deferire specifiche *funzioni*, inerenti la prestazione dei servizi di gestione²¹¹. Tale forma di *outsourcing* si distingue dall'incarico afferente le scelte d'investimento sopra descritto: essa infatti ha un oggetto più ampio, non circoscritto all'attività di consulenza. Il

con riferimento alla società delegante e al soggetto delegato; ancora, essa deve prevedere un flusso costante di informazioni sulle operazioni effettuate dal soggetto delegato alla società delegante, che consenta l'esatta ricostruzione del patrimonio dell'Oicr con riferimento al quale viene rilasciata.

²⁰⁶ V. art. 33, 3° comma, lett. c) reg. congiunto Banca d'Italia-Consob, 29-10-2007.

²⁰⁷ MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 305; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., p. 251.

²⁰⁸ SODA, *Art. 33*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 282.

²⁰⁹ Art. 33, 4° comma, reg. congiunto Banca d'Italia - Consob, 29-10-2007. R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, cit., p. 1128, sottolinea come opportunamente non sia richiesta l'espressa indicazione del soggetto delegato; di diverso avviso MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 341, nota 112, che ritiene l'indicazione in esame essenziale per la corretta informazione del pubblico.

²¹⁰ Introdotta dal d.lg. 1°-8-2003, n. 274, in attuazione delle direttive comunitarie 2001/107/CE e 2001/108/CE e poi modificata dal d.lg. 17-9-2007, n. 164. Sul tema in generale v. DESIDERIO, "UCITS III": *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 127 e s.

²¹¹ Letteralmente la legge circoscrive la delega ai "servizi di cui al comma 2°" del medesimo art. 33 T.U. (cioè la gestione su base individuale, i fondi pensione, le attività connesse o strumentali e alcuni servizi accessori): sarebbe così apparentemente esclusa la gestione collettiva di cui al comma 1. In realtà la disposizione sancisce la responsabilità della Sgr per l'attività delegata *verso i partecipanti al fondo*: di qui si desume la possibilità di attivare la delega anche nel caso di gestione collettiva (DESIDERIO, "UCITS III": *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 154 e ss.).

testuale riferimento a *specifiche* funzioni gestorie vale poi a differenziare la figura in esame dallo schema organizzativo binario, che consente di commettere ad altra Sgr l'intera attività di gestione (art. 36 T.U).

La legge, sulla scia della normativa comunitaria, si limita a puntualizzare che la “delega di funzioni” non deve tradursi in un sostanziale “svuotamento della società”²¹², principio confermato dalla normativa secondaria²¹³. L'istituto in esame appare anch'esso riconducibile allo schema negoziale del mandato, come anche dimostra la previsione normativa che il conferimento dell'incarico non vale ad esonerare la Sgr dalle proprie responsabilità verso i partecipanti al fondo e le autorità²¹⁴.

9. La qualificazione giuridica del fondo comune.

La legge, definendo il fondo comune “patrimonio autonomo” della Sgr, lo riconduce alla categoria dei patrimoni di destinazione, vincolati al perseguimento di un dato scopo, in deroga ai principi in tema di responsabilità patrimoniale²¹⁵. In proposito si è giustamente evocato lo schema ne-

²¹² Nel considerando n. 12 della direttiva 2001/107/CE si legge che le società di gestione non debbono delegare interamente le loro funzioni a uno o più terzi, in modo da diventare una scatola vuota, e l'esistenza dei mandati non deve impedire un'efficace vigilanza; la delegante non può in alcun caso diventare una “società fantasma” (art. 5 *octies* direttiva cit.). Il rischio qui paventato non sembra configurabile con riguardo alla delega del terzo comma dell'art. 33 T.U., che, come si è accennato, non comporta una vera spoliazione dei poteri della delegante.

²¹³ Reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. IV, Cap. III, Sez. III, par. 3.

²¹⁴ Così testualmente l'ultimo cpv. dell'art. 33 T.U.

²¹⁵ In particolare, l'art. 1, 1° comma, lett. j) T.U. fa riferimento alla nozione di *patrimonio autonomo*, costituito da rapporti che fanno capo a più soggetti, piuttosto che a quella di *patrimonio separato* (SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, pp. 291 e ss.), ove i rapporti fanno capo ad un unico soggetto (sul tema BIGLIAZZI GERI, voce “Patrimonio autonomo e separato”, in *Enc. dir.*, 1982, pp. 280 e ss.; R. LENER, voce “Valori mobiliari. Soggetti intermediari”, in *Enc. giur.*, Roma, 1994). Questa indicazione, introdotta dal T.U., sembra sciogliere i dubbi della dottrina che in precedenza aveva ipotizzato diverse ricostruzioni della natura giuridica del fondo: quella della comunione tra partecipanti (LIBONATI, *Holding e investment trust*, cit., p. 541; nello stesso senso, alla luce del T.U. del 1998, SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 293, che parla tuttora di “comunione *sui generis*”); quella della proprietà della società di gestione (COLOMBO, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, cit., pp. 286 e ss.); quella che attribuiva soggettività al fondo; e quello, appunto, del patrimonio autonomo o separato (per ulteriori riferimenti, v. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, cit., pp. 242 e ss.; A. NIGRO, voce “*Investment trust*”, in *Enc. dir.*, Milano, 1972, pp. 703 e ss.; G. CASTELLANO, *Qualificazione giuridica dei fondi*, in AA.VV., *L'istituzione dei fondi co-*

goziale della fiducia: non tanto perché i partecipanti stipulino negozi fiduciari, quanto perché l'elemento fiduciario «sembra emergere dalla disciplina legislativa nel suo insieme»²¹⁶, imponendo il vincolo di destinazione, nonché le diverse misure di salvaguardia e controllo a tutela degli investitori.

La dottrina oggi prevalente²¹⁷ ritiene per lo più superato il problema della qualificazione del fondo comune, osservando che la legge, direttamente o a mezzo del rinvio alla fonte regolamentare, definisce in modo espresso e analitico i punti rilevanti della sua disciplina²¹⁸. Si potrebbe peraltro avanzare il dubbio se la ricostruzione non conservi uno specifico margine di interesse per l'inquadramento di talune fattispecie non contemplate da legge²¹⁹.

muni di investimento, Milano, 1970, pp. 95 e ss.; R. LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, pp. 1050 e ss.; COSSU, *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli e R. Lener, cit., p. 582).

²¹⁶ Così COTTINO, *Diritto Commerciale*, 2, I, Padova, 1992, pp. 153 e s., che definisce la società di gestione "fiduciaria ex lege".

²¹⁷ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 437 e ss.; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 344.; MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 319 e s.; BRIOLINI, *ibidem*, pp. 331 e ss.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., p. 31, n. 30, che richiama le osservazioni di A. LENER, *Art. 3*, cit., p. 411.

²¹⁸ L'insensibilità del fondo all'aggressione dei creditori dell'intermediario e il divieto per i partecipanti d'ingerirsi nella gestione erano state già sancite dalla l. 23-3-1983, n. 77, che disciplinava le due fattispecie: CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 3, Torino, 1994, p. 161; CASELLA, RIMINI, voce "Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale", in *Digesto comm.*, VI, Torino, 1991, p. 213.

²¹⁹ Si pensi ad es. alla costituzione di usufrutto, di pegno o di fondo patrimoniale sulle quote del fondo comune, o all'acquisto operato dal coniuge in regime patrimoniale di comunione legale. Ove si propenda per la natura della comunione del fondo, la partecipazione sarebbe espressione di diritti riconducibili al concetto di comproprietà, pur modificata in ragione della disciplina speciale, su cui dovrebbero incidere i vincoli sopra richiamati (in particolare, si dovrebbe chiarire se e come il vincolo, costituito dal singolo partecipante sulle quote di propria pertinenza, possa comunicarsi all'intero fondo, patrimonio comune non divisibile). Diversamente, ove si ritenga – come oggi appare preferibile – che il fondo comune configuri un patrimonio autonomo, la partecipazione verrà a rappresentare i crediti dell'investitore alla gestione e alla restituzione della somma conferita e dei proventi. Seguendo questa impostazione, l'usufrutto e il pegno sulle quote di partecipazione potrebbero seguire la disciplina dei vincoli sui titoli di credito o sugli strumenti finanziari dematerializzati, ovvero incidere direttamente sul rapporto obbligatorio, a seconda della natura che si ritenga di attribuire ai certificati rappresentativi delle quote: v. *infra*, testo e note 228 e 229. Il conferimento in fondo patrimoniale sarà ammissibile solo se si ritengano soddisfatte le condizioni dell'art. 167, 1° e 4° comma, c.c. Quanto all'acquisito del coniuge in regime di comunione legale, la natura e le finalità dell'operazione, posta in essere da un investitore non professionale, nonché il regime del rimborso e della negoziazione delle quote, che rendono il credito

Il Testo Unico prevede che il fondo sia frazionato in quote²²⁰, riconducibili alla categoria generale degli strumenti finanziari²²¹. Esse sono rappresentate da appositi certificati, nominativi o al portatore a scelta del titolare²²², incorporanti il diritto alla gestione collettiva svolta dalla Sgr, ai relativi proventi e alla liquidazione finale. La dottrina oggi generalmente concorda nell'attribuire loro natura cartolare²²³: il basso o nullo livello di

immediatamente liquidabile (almeno per i fondi aperti), inducono a ritenere che le quote ricadano nella comunione immediata *ex art. 177, lett. a) c.c.* In tal modo i diritti del partecipante non paiono riconducibili ad un comune credito, come tale escluso dalla comunione legale secondo la giurisprudenza prevalente della Suprema Corte: v. Cass., 23-7-1987, n. 6424, in *Giust. civ.*, 1988, I, 459; Cass., 18-2-1999, n. 1363, in *Vita not.*, 2000, p. 162; Cass., 27-1-1995, n. 987, in *Riv. not.*, 1996, 551; Cass., 11-9-1991, n. 9513, in *Dir. e giur.*, 1992, p. 624; ma v. le distinzioni formulate da autorevole dottrina: BUSNELLI, *La "comunione legale" nel diritto di famiglia riformato*, in *Riv. not.*, 1976, I, p. 42; OPPO, *Responsabilità patrimoniale e nuovo diritto di famiglia*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, p. 110; VITUCCI, *I diritti di credito*, in *La comunione legale*, a cura di Bianca, Milano, 1989, pp. 34 e ss.; G. GABRIELLI, *Comunione coniugale e investimento in titoli*, Milano, 1989, p. 24; in giurisprudenza, in controtendenza rispetto all'orientamento prevalente, Cass., 9-10-2007, n. 21098, in *Giur. it.*, 2008, 1704. La conclusione sarebbe ulteriormente avvalorata, se si ritenesse che al partecipante spetti il "dominio utile" di beni conferiti in *trust* e soggetti all'amministrazione del *trustee*-Sgr: v. *infra*, nota 230.

²²⁰ Il testo originario dell'art. 36, 8° comma, T.U. prevedeva che tutte le quote dovessero essere di eguale valore, e munite di eguali diritti. Il d.lg. n. 274/2003 ha eliminato questo vincolo, consentendo forme di differenziazione tra i partecipanti di un unico fondo, diverse dal frazionamento patrimoniale dei comparti. Viene così formalmente legittimata la previsione delle c.d. "classi" di quote (v. il reg. Banca d'Italia 14-4-2005), tra loro distinte ad es. per la misura delle commissioni di gestione dovute alla Sgr: v. DESIDERIO, *"UCITS III": la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 159 e s.

²²¹ V. art. 1, 2° comma, lett c) T.U. Il valore delle quote non è costante e predeterminato, ma lo si ricava di volta in volta, dividendo l'ammontare complessivo del fondo per il numero totale delle quote in circolazione. Sotto questo profilo le quote presentano analogie strutturali con le azioni prive (dell'indicazione) del valore nominale delle s.p.a. *ex art. 2346, comma 1° e 3°, c.c.* (v. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, I, cit., pp. 254 e ss.; BOCCA, *Art. 2346*, in *Diritto delle società di capitali*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, cit., I, pp. 222 e ss., ove riferimenti). L'analogia tra azioni e quote di fondo è però parziale, in quanto la consistenza del fondo comune – soprattutto se aperto – varia in ragione delle variazioni del patrimonio netto, ben diversamente da quanto accade per il capitale fisso di una s.p.a. (MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 329).

²²² Ai sensi dell'art. 36, 8° comma, T.U., la Banca d'Italia può stabilire il valore nominale iniziale unitario dei certificati. Sul tema v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 436.

²²³ V. sul punto COTTINO, *Diritto Commerciale*, 2, I, cit., p. 152; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 436; R. LENER, *Ammortamento di certificati di partecipazione a fondo comune di investimento al portatore*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, II, pp. 701 e ss.; LIBONATI,

astrattezza e letteralità che li caratterizza²²⁴ non esclude infatti il nucleo essenziale dell'incorporazione – onde l'esercizio del diritto si realizza attraverso la disponibilità del titolo. La stessa destinazione alla circolazione dei certificati, nominativi o al portatore, rappresenta un altro indice della loro natura cartolare²²⁵.

Nella prassi²²⁶ la Sgr sovente emette un unico certificato al portatore, detto *cumulativo*, che rappresenta una pluralità di quote di pertinenza di più partecipanti, allo scopo di ridurre i rischi legati alla detenzione di singoli certificati, e contemporaneamente limitare i costi in sede di emissione e rimborso²²⁷. Ciascun investitore conserva comunque il diritto di scorporare da tale documento “maggiore” il certificato “singolo”, che rappresenta la quota di propria esclusiva spettanza²²⁸. Resta aperta la questione se il cumulativo condivida la natura cartolare dei certificati singoli, oppure no²²⁹

Holding e investment trust, cit., pp. 625 e ss.; anche GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato “cumulativo”*, in *Banca, borsa*, 1996, I, pp. 477 e ss.

²²⁴ E che richiama la causalità tipica delle azioni delle s.p.a.

²²⁵ MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 330, il quale distingue tra i fondi aperti, per i quali la circolazione dei certificati rappresentativi è di regola ridotta, stante la possibilità riservata al partecipante di ottenere in ogni momento la liquidazione dell'investimento, e i fondi chiusi, per i quali il disinvestimento può avvenire (come si è visto) solo a scadenze determinate e la circolazione rappresenta il principale mezzo per movimentare le somme impegnate.

²²⁶ Avallata dalla Banca d'Italia: v. reg. 14-4-2005, Tit. V, Cap. VI, par. 3.

²²⁷ GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato “cumulativo”*, cit., pp. 517 e ss.; STINGONE, *Osservazioni sul pegno di quote di fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca, borsa*, 1998, II, pp. 406 e ss.

²²⁸ L'unificazione delle quote nel certificato cumulativo non fa nascere un regime di comunione civilistica tra i vari partecipanti, ciascuno dei quali potrà sempre richiedere e ottenere *individualmente* il rilascio del documento singolo (v., in motivazione, App. Milano, 23-9-1997, in *Banca, borsa*, 1998, II, p. 404, per il caso d'acquisto di quote effettuato *pro indiviso* da tre investitori).

²²⁹ Chi sostiene la soluzione negativa ritiene che il certificato cumulativo non svolga tanto la funzione di incorporare diritti (che, tra l'altro, apparterrebbero a titolari diversi), ma piuttosto di eliminare la circolazione dei certificati singoli (MIOLA, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 331; GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato “cumulativo”*, cit., p. 527; qualche spunto anche in App. Milano, 23-9-1997, cit., che però esaminava una fattispecie particolare). L'opposto orientamento afferma che la differenza tra cumulativo e singoli sia essenzialmente quantitativa, onde il primo condividerebbe la natura cartolare dei secondi (e quindi il partecipante, che intendesse costituire in pegno le proprie quote, dovrebbe ottenere, previo frazionamento, un certificato singolo da consegnare al creditore, ovvero un certificato nominativo da vincolare ai sensi dell'art. 1997 c.c.: v. Trib. Verona, 10-5-1994, in *Banca, borsa*, 1995, II, p. 749). Si segnala l'originale tesi, che tende a contemperare le contrapposte istanze ora descritte, direttamente riconducendo l'immissione delle quote nel certificato cumulativo ad una *forma particolare di dematerializzazione* (CALLEGARI, *Il pegno su titoli dematerializzati*, Milano, 2004, pp. 153 e ss.).

– almeno ove alle quote dei fondi non si applichi il regime di dematerializzazione²³⁰.

10. *La banca depositaria.*

L'autonomia patrimoniale del fondo e l'esigenza di prevenire comportamenti fraudolenti del gestore si traducono nella regola che impone il deposito degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide ad esso afferenti presso una banca, detta appunto depositaria (art. 36, 2° comma, T.U.)²³¹.

La custodia, va sottolineato, non riguarda l'intero patrimonio oggetto di investimento: ne restano esclusi gli immobili, i crediti e gli altri beni

²³⁰ V. art. 36 lett. a) d.lg. 24-6-1998, n. 213 e anche il reg. Consob 23-12-1998, n. 11768. Per R. LENER, *Ammortamento di certificati di partecipazione a fondo comune di investimento al portatore*, cit., p. 702, la stessa possibilità di adottare il regime della dematerializzazione confermerebbe la natura cartolare dei certificati, agevolandone la circolazione.

Più in generale, ci si può chiedere se lo schema adottato dal legislatore già a partire dal 1983 non prefiguri una peculiare ricezione nel nostro ordinamento dell'istituto anglosassone del *trust* – che poi costituisce l'antecedente storico del fondo comune contrattuale, c.d. *contractual investment trust* (R. LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, cit.). In tal senso, si tratterebbe di verificare le possibili interazioni della nozione e della struttura dell'organismo collettivo rispetto all'assai complessa normativa che avrebbe definitivamente sancito la piena legittimità della costituzione di *trust* privi di elementi di estraneità, a seguito della ratifica, operata dalla l. 16-10-1989, n. 364, della Convenzione dell'Aja del 1°-7-1985. Come noto, parte della dottrina e della giurisprudenza di merito danno una lettura estensiva della suddetta legge, che pure nasce per risolvere un problema di diritto internazionale privato, e affermano che essa abbia sancito le condizioni di validità anche dei *trust* "interni". Il tema alimenta una vivace polemica: a favore della generale ammissibilità di *trust* interni, LUPOI, *Trusts*, Milano, 2001; ID., *Lettera a un notaio conoscitore dei "trust"*, in *Riv. not.*, 2001, p. 1159; GAMBARO, *Notarella in tema di trascrizione degli acquisti immobiliari del trustee ai sensi della XV Convenzione dell'Aja*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 257; in giurisprudenza T. Bologna, 8-4-2003, in *Riv. not.*, 2003, p. 1653; *contra* GAZZONI, *Tentativo dell'impossibile (osservazioni di un giurista "non vivente" su "trust" e trascrizione)*, in *Riv. not.*, 2001, pp. 11 e ss.; ID., *In Italia tutto è permesso, anche quello che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul Trust e su altre bagatelle)*, *ibidem*, p. 1248; ID., *Il cammello, il leone, il fanciullo e la trascrizione del trust*, *ivi*, 2002, p. 1107; T. Belluno, 25-9-2002, in *Trust att. fid.*, 2003, p. 178, con nota contraria di DI CIOMMO, *Struttura causale del negozio di trust e ammissibilità del trust interno*.

²³¹ Il Testo Unico, individuando nelle banche il soggetto cui demandare la custodia, ha confermato la scelta già operata nel 1983 – scelta non obbligata, alla luce della direttiva comunitaria n. 85/611/CEE, secondo la quale il depositario deve essere un qualsiasi istituto soggetto al controllo pubblico, idoneo a svolgere l'incarico e a sostenerne gli oneri (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 421; COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, pp. 615 e ss.).

mobili diversi dal denaro. Tale limitazione appare discutibile. Alcuni la giustificano²³², osservando che gli immobili e i crediti non sarebbero suscettibili di custodia in senso tecnico; a sostegno dell'assunto richiamano la disciplina delle gestioni di portafogli individuali, ove non è previsto alcun deposito, neppure degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide. Queste argomentazioni non appaiono tuttavia persuasive²³³: i beni immobili possono sicuramente essere affidati in deposito e rientra nella discrezionalità del legislatore fissare per la gestione in monte norme più rigorose, rispetto ad altri servizi d'investimento²³⁴. Nello schema del fondo, poi, la custodia della banca svolge una funzione quasi tipologica, rendendo effettiva l'autonomia del patrimonio investito – onde la Sgr non potrà disporre dei beni ad esso afferenti senza il consenso della depositaria. Sotto questo profilo la stessa custodia, che prefigura il vincolo d'indisponibilità sui beni, avrebbe forse potuto essere estesa a tutti i cespiti gestiti²³⁵.

La banca, soggetto terzo, è tenuta a svolgere una serie di controlli nell'interesse dei partecipanti: essa accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote, accerta inoltre “la correttezza del calcolo del valore” delle quote medesime o, su incarico della Sgr, provvede direttamente a tale computo²³⁶, verifica che la controprestazione sia rimessa nei termini d'uso ed esegue le istruzioni della Sgr che non siano

²³² Per SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 296, la banca dovrebbe custodire tutti i beni compresi nel patrimonio del fondo, senza possibilità di distinguere tra i diversi oggetti dell'investimento, ciò argomentando dall'art. 38 T.U., che, nell'elencare le funzioni della depositaria, non prevede alcuna limitazione. Altri escludono che si possa disattendere la chiara lettera della legge, ampliando l'ambito oggettivo della custodia obbligatoria (TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, cit., pp. 65 e s.). Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. VII, Sez. I e III, disciplinando le condizioni per l'assunzione dell'incarico della banca e le modalità del subdeposito, sembra avallare quest'ultima ricostruzione.

²³³ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 422; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 303 e s., ove riferimenti.

²³⁴ Sul punto LUBRANO, *Art. 38*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 345 e ss.

²³⁵ V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 422 e ss., ove tra l'altro si sottolinea come tale accezione per così dire astratta della custodia dovrà necessariamente valere per i prodotti finanziari dematerializzati ricompresi nel fondo comune, rispetto ai quali non è concepibile alcuna detenzione. Si può aggiungere che la presenza della banca sarà comunque necessaria anche nel caso di fondi esclusivamente destinati all'investimento nei beni esclusi dall'obbligo di deposito, non foss'altro per l'utilizzo delle disponibilità liquide che tale attività comporta (SODA, *Art. 36*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 296); e che la Sgr dovrà assumere l'*obbligazione accessoria* di custodire i beni immobili, i crediti e gli altri beni mobili di pertinenza dei fondi, che essa “non può in alcun caso utilizzare nell'interesse proprio o di terzi” diversi dai partecipanti (art. 36, 6° comma, T.U.).

²³⁶ V. DESIDERIO, “UCITS III”: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV*, cit., pp. 162

contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza (art. 38, 1° comma, T.U.)²³⁷. Essa, pertanto, non si limita a curare l'esecuzione delle operazioni bancarie²³⁸, ma ne verifica altresì la legittimità, astenendosi dal compiere quelle illegittime²³⁹. Il controllo ha ad oggetto tutte le attività indicate, non limitandosi a quelle attinenti i beni per i quali è obbligatorio il deposito (strumenti finanziari e denaro)²⁴⁰.

Gli amministratori e i sindaci della depositaria sono tenuti a riferire senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob le irregolarità riscontrate (art. 38, 4° comma, T.U.). Così l'obbligo di rifiutare l'esecuzione delle operazioni illegittime, che fa carico alla *banca*, si compendia nell'obbligo di denuncia alle autorità di vigilanza, che però grava sugli *organi della banca*. Si è rilevato che questa "asimmetria", se da un lato rafforza il potere deterrente del divieto²⁴¹, dall'altro ridimensiona la speranza dei soggetti lesi di ottenere un agevole e congruo risarcimento, stante l'impossibilità di estendere alla banca la responsabilità per omessa o non tempestiva denuncia²⁴².

e ss., che riconduce l'incarico alla banca di provvedere al calcolo del valore delle quote alla delega di funzioni ex art. 33, 4° comma, T.U.

²³⁷ Quanto alla verifica in sede d'emissione, la banca non è tenuta a sindacare la validità della negoziazione e si limita a controllare se il numero delle quote emesse corrisponda all'effettivo versamento, se il valore ad esse attribuito sia esatto ed i relativi certificati regolarmente emessi (sul tema v. LUBRANO, *Art. 38*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 347).

²³⁸ Tale attività non comprende l'invio dell'ordine di negoziazione e la sua esecuzione diretta: v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 425; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni*, cit., p. 218; A. LENER, *Art. 3*, cit., p. 405.

²³⁹ La dottrina individua un duplice profilo di responsabilità: a) per l'esecuzione di ordini ritenuti legittimi dalla banca e invece rivelatisi illegittimi (SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni*, cit., p. 235; SCIOTTI, *Art. 38*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 303; FERRARIS DI CELLE, SZEGÖ, *Art. 38*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 398; anche NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 339); b) per l'ipotesi inversa del rifiuto di eseguire ordini ritenuti illegittimi dalla banca e invece dimostratisi legittimi (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 426 e ss.).

²⁴⁰ Ciò emerge dal reg. Banca d'Italia 14-4-2005 (Tit. V, Cap. VII, Sez. I, par. 2) ove si prevede che la convenzione di deposito indichi il procedimento attraverso cui la banca "viene interessata" da operazioni aventi ad oggetto beni diversi dagli strumenti finanziari (v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 428).

²⁴¹ La previsione di un autonomo profilo di responsabilità dei legali rappresentanti in relazione all'attività svolta dall'ente caratterizza altresì la disciplina delle associazioni di azionisti, in tema di "raccolta" delle deleghe di voto presso le società quotate (art. 143 T.U.): SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate* a cura di Bonelli e altri (Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure, 13/14-6-1998), cit., p. 394; PISCITELLO, *Art. 143*, in *Commentario Campobasso*, II, cit., pp. 1162 e s.; CAVANNA, *Art. 143*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, cit., p. 231.

²⁴² LUBRANO, *Art. 38*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 351; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni*, cit., p. 224.

Inoltre non sussiste un obbligo di autonoma attivazione di amministratori e sindaci²⁴³, che sono tenuti ad effettuare la segnalazione solo se abbiano riscontrato la sussistenza di irregolarità nel corso della verifica condotta ai sensi dell'art. 38, 1° comma, T.U.²⁴⁴.

La Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, stabilisce le condizioni per l'assunzione dell'incarico di depositaria²⁴⁵ e ne verifica l'effettiva sussistenza in sede di approvazione del regolamento del fondo: quest'ultimo documento deve infatti contenere, tra le altre menzioni, anche la designazione della banca²⁴⁶. La Sgr interessata può consentire il *subdeposito* dei beni di pertinenza del fondo²⁴⁷.

²⁴³ V. art. 38, 4° comma, T.U.

²⁴⁴ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 429 e s.

²⁴⁵ La materia è attualmente disciplinata dal reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. VII, Sez. II, ove si richiede che vengano soddisfatte quattro categorie di requisiti (patrimoniali, di insediamento, organizzativi e di indipendenza) la cui previsione si giustifica per la rilevanza del controllo svolto dalla banca nell'interesse dei partecipanti e dei mercati: v. LIBONATI, *La "banca" e i fondi*, in *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1985, p. 140; SCIOTTI, *Art. 38*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 303; FERRARIS DI CELLE, SZEGÖ, *Art. 38*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 401; NTUK, voce "Fondi comuni di investimento", cit., p. 339; COLAVOLPE, *op. cit.*, pp. 621 e ss. In particolare, la depositaria deve avere un patrimonio di vigilanza non inferiore a cento milioni di euro (v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 430, che sottolineano come il limite non risulti particolarmente elevato e prescinda da qualsiasi verifica circa l'effettiva consistenza del patrimonio); dovrà essere italiana, o stabilire la propria sede statutaria in uno stato dell'Unione Europea mantenendo una succursale in Italia. Si richiede inoltre che la depositaria posseda un assetto organizzativo idoneo a svolgere i compiti ad essa riservati e disponga di esperienza adeguata all'incarico che assume. Tra i requisiti d'indipendenza si segnalano talune incompatibilità: così il presidente del consiglio d'amministrazione, l'amministratore delegato, il direttore generale o i membri del comitato di gestione della Sgr non potranno ricoprire analoghe cariche e funzioni dirigenziali all'interno della depositaria (parte della dottrina nota criticamente come ciò non basti ad evitare la circostanza – comune nella prassi – che la banca assuma il controllo della Sgr, venendo così a trovarsi in conflitto d'interessi quasi "istituzionale" verso i partecipanti del fondo: v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 431 e ss., ENRIQUES, *La banca depositaria*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, a cura di ASSOGESTIONI, cit., pp. 189 e s.). Per esigenze di certezza e a maggior tutela della posizione degli investitori, poi, la custodia di ciascun fondo non può essere riservata a più di una banca – onde la Sgr potrà affidare ciascun Oicr al controllo di una banca diversa.

²⁴⁶ Ad analoga verifica va soggetta la sostituzione della depositaria, che costituisce una modifica del regolamento anch'essa sottoposta all'approvazione dall'Autorità di vigilanza. V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit., IV, Cap III, Sez. III, par. 1, che disciplina le due distinte fattispecie della revoca dell'incarico su iniziativa della Sgr, e della rinuncia all'incarico decisa unilateralmente dalla banca.

²⁴⁷ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. VII, Sez. III. Il subdeposito può riguardare la totalità o una parte degli strumenti finanziari conferiti nel fondo, e dovrà essere attuato necessariamente presso subdepositari abilitati. Le modalità esecutive sono disciplinate dal regolamento Banca d'Italia 29-10-2007; v. anche artt. 6, 1° comma,

Operativamente, la società di gestione e la banca stipulano un'apposita convenzione, che si caratterizza: a) per il mancato conferimento alla seconda di poteri di amministrazione, dinamica o statica, dei beni costituenti il patrimonio autonomo; b) per il mancato trasferimento della proprietà di quei beni²⁴⁸; c) per l'attribuzione dei compiti di controllo, cui s'è sopra accennato. Tali prescrizioni appaiono incompatibili con la disciplina dei contratti di deposito per custodia (1767 c.c.)²⁴⁹ o di deposito di titoli in amministrazione (1838 c.c.) e valgono a individuare un autonomo tipo negoziale²⁵⁰.

Il Testo Unico non chiarisce quale vincolo leghi i partecipanti e la banca depositaria, limitandosi a prevedere che la seconda è responsabile, in conseguenza dell'inadempimento dei suoi obblighi, *verso la Sgr e gli stessi partecipanti*, per ogni pregiudizio da essi subito. L'assimilazione sul piano risarcitorio dell'intermediario e degli investitori sembra presupporre che questi ultimi siano parte del contratto di deposito²⁵¹; essi però non intervengono alla conclusione dell'accordo, come anche risulta dalla normativa secondaria²⁵². In proposito, si è evocato lo schema del contratto a favore di terzo²⁵³, traendo spunto dalla funzione generale del deposito, che mira a rendere effettiva l'autonomia patrimoniale del fondo comune,

lett. b), e 22 T.U. In generale sul tema v. BRIOLINI, *Art. 36*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 333.

²⁴⁸ Diversamente da quanto di regola si verifica con il deposito di cose fungibili.

²⁴⁹ Così invece SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 235.

²⁵⁰ A. LENER, *Art. 3*, cit., p. 405, ove riferimenti; FERRARIS DI CELLE, SZEGÖ, *Art. 38*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 396, con riguardo alla normativa secondaria.

²⁵¹ In tal modo la responsabilità della banca verso gli investitori avrà natura contrattuale, con rilevanti conseguenze ai fini dell'allocazione dell'onere della prova; v. COSTI, *Fondi comuni di investimento-Profilo organizzativi*, in *Banca, borsa*, 1984, I, pp. 273 e ss.; FERRARIS DI CELLE, SZEGÖ, *Art. 38*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 399. Diversamente, per NOBILI, *Legge 23 marzo 1983, n. 77: istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento – Art. 6*, in *Nuove Leggi Civili*, 1984, p. 445 si tratterebbe di un'ipotesi di illecito extracontrattuale. Si deve dare conto della ricostruzione alternativa, secondo la quale alla responsabilità contrattuale della banca nei confronti della società di gestione si affiancherebbe una responsabilità diretta della stessa banca verso i partecipanti, per violazione dei doveri connessi all'ufficio di diritto privato che essa sarebbe chiamata a svolgere a loro favore (A. LENER, *Legge 23 marzo 1983, n. 77: istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento – Art. 4*, in *Nuove Leggi Civili*, 1984, pp. 421 e ss.; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, pp. 190 e ss.; LUBRANO, *Art. 38*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 348 e s.).

²⁵² V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. IV, Cap. III, Sez. III, par. 1.

²⁵³ Onde la convenzione tra la Sgr e la banca sarebbe stipulata anche a favore dei partecipanti; v. sul tema COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 194 e ss.; anche BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento*, cit., p. 936; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 320 e ss.

e dalla formula dell'art. 36, 4° comma, T.U., per cui la banca depositaria è tenuta ad agire “*nell'interesse*” dei partecipanti.

Aderendo a tale ricostruzione, si dovrebbe però ammettere il subingresso degli investitori in una vicenda negoziale, cui essi restano invece sostanzialmente estranei, e che può comportare per loro l'assunzione di oneri, non unicamente di vantaggi²⁵⁴. Si potrebbe proporre un inquadramento della fattispecie parzialmente diverso, in forza del quale la Sgr, già prima della sottoscrizione, procura convenzionalmente al partecipante il servizio della banca²⁵⁵: sicché l'adesione dell'investitore implicherebbe altresì l'automatica accettazione del servizio di deposito. Ciò sembra coerente con la struttura del fondo comune, che scinde da un lato la gestione e dall'altro i benefici dell'investimento, e prefigura un duplice profilo risarcitorio: verso la Sgr, ove l'inadempimento si riveli pregiudizievole per l'*esecuzione* dell'investimento, e verso i partecipanti, ove sia dannoso per la *conservazione* dell'investimento²⁵⁶.

11. *Le Sicav: generalità.*

La Sicav è una società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni [art. 1, 1° comma, lett. i) T.U.]. Essa conforma il proprio statuto operativo al modello dei fondi comuni, dei quali condivide la funzione economica: sul piano strutturale, però, i due organismi d'investimento si differenziano profondamente. Il partecipante al fondo stipula con la Sgr un contratto di

²⁵⁴ Contro l'applicabilità dello schema del contratto a favore di terzo A. LENER, *Art. 3*, cit., p. 406; MEZZACAPO, *Legge 23 marzo 1983, n. 77: istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento – Art. 2*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 394; COSTI, in AA.VV., *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, cit., p. 61.

²⁵⁵ Servizio di cui il partecipante, come accennato, fruisce *per legge*. Sotto questo profilo, si potrebbe richiamare il procedimento logico adottato dalla giurisprudenza della Suprema Corte in tema di *leasing* (Cass., 2-10-1998, n. 9785, in *Giur. it.*, 1999, p. 1152, con nota di RONDELLI), per autorizzare l'azione dell'utilizzatore contro il fornitore per vizi della cosa trasferita al concedente. Altri spunti potrebbero trarsi dall'analisi della pur diversa fattispecie del contratto atipico di convenzionamento (v. App. Genova, 24-4-1999, in *Giur. it.*, 2000, p. 967, con nota di RAINERO).

²⁵⁶ Precisa ulteriormente la normativa secondaria (reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. IV, Cap. III, Sez. III, par. 2) che, qualora le attività di promozione e gestione del fondo siano esercitate da due diverse Sgr, la banca dovrà coordinare la propria attività con entrambe e, a seconda del riparto delle competenze da esse adottato, definire i flussi informativi da instaurare con ciascuna. Gli accordi relativi potranno essere inquadrati nella convenzione, alla cui stipula parteciperanno la depositaria ed entrambe le Sgr.

gestione senza divenirne socio, stante la netta separazione tra il patrimonio comune e quello dell'intermediario. Nella Sicav, invece, la separazione patrimoniale viene meno e l'investitore fruisce del servizio attraverso l'acquisizione delle azioni emesse dalla società, sulla cui gestione, almeno in linea di principio, potrà incidere²⁵⁷.

Se la veste formale è quella della società per azioni²⁵⁸, bisogna subito avvertire che le deroghe al diritto comune sono numerose e importanti²⁵⁹, sia per l'attività svolta dall'ente, sia per le peculiarità del suo statuto²⁶⁰, che prevede la variabilità del capitale, sempre coincidente con il patrimonio netto, e consente ai soci-investitori piena libertà d'ingresso e uscita.

Tali caratteristiche richiamano il modello dei fondi comuni aperti, dei quali le Sicav mutuano parte della loro disciplina²⁶¹. Non mancano tuttavia gli elementi di differenza: così la Sicav non può articolare separatamente le attività di promozione e gestione²⁶², che non rappresentano momenti diversi del servizio bensì aspetti complementari dell'unitaria attività dell'Oicr, né è abilitata a gestire fondi comuni istituiti da altra Sgr o pa-

²⁵⁷ In concreto, ben difficilmente gli azionisti-investitori hanno modo di influenzare la *governance* della società: V. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 206; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., p. 199.

²⁵⁸ Il Testo Unico evita di esplicitare un rinvio *generale* alla disciplina delle s.p.a., ma lo presuppone, ove sanziona l'espressa incompatibilità di taluni articoli del Codice in materia di società azionarie.

²⁵⁹ Si è detto che la Sicav rappresenta un "esemplare episodio kafkiano di metamorfosi" della formula della società per azioni, dovuta alla pluricontaminazione di uno stesso fenomeno con altri (COTTINO, *La nuova disciplina dei fondi comuni di investimento*, relazione al Laboratorio di Diritto Commerciale su *I nuovi interventi legislativi sui mercati finanziari*, Torino, 21-5-1992).

²⁶⁰ RABITI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., 451; R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, X, 1, Torino, 1993, pp. 143 e s.

²⁶¹ V. il reg. n. 228/1999 (art. 11), nonché il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, (Tit. V, Cap. III, sez. I, par. 1); in generale, v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 440. La scelta di estendere alla Sicav le sole disposizioni in tema di fondi comuni aperti pregiudica la possibilità di differenziare l'offerta per diverse categorie di destinatari, che si sarebbe potuta realizzare disciplinando taluni comparti della Sicav sul modello dei fondi riservati. Ciò non tanto per ragioni tecniche, poiché sarebbe comunque possibile introdurre nello statuto della Sicav forme di cristallizzazione e controllo della partecipazione in forza dell'art. 45, 7° comma, T.U., che legittima la deroga all'art. 2355 c.c. (ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Intermediari finanziari, mercati, e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, Santoro, cit., pp. 104 e s.), quanto per la scarsa appetibilità di un investimento, in ipotesi riservato a investitori istituzionali o comunque a soggetti che dispongano di patrimoni cospicui, che non possano fruire dei differenziati regimi di gestione, previsti dalla normativa secondaria appena richiamata per le altre tipologie di fondi. V. *supra*, par. 5.

²⁶² V. *supra*, par. 6.

trimoni di altre Sicav²⁶³. Si aggiunga che la società d'investimento, diversamente dalla Sgr, non può svolgere la gestione su base individuale.

Il quadro della normativa applicabile alle Sicav si presenta dunque composito, comprendendo le disposizioni ad esse specificamente dedicate dal Testo Unico e la connessa legislazione secondaria, alcune norme in tema di fondi comuni, nonché la disciplina codicistica delle società per azioni, in quanto compatibile.

12. *La costituzione della società.*

La fase genetica della società di investimento si articola in due momenti: l'istanza di autorizzazione e la successiva stipula dell'atto costitutivo (art. 43, 1° comma, T.U.). La domanda è indirizzata alla Banca d'Italia, che decide previa audizione della Consob²⁶⁴. L'autorizzazione è concessa a condizione che la sede legale e la direzione generale della società siano stabilite in Italia, il capitale iniziale non sia inferiore al minimo determinato dalla Banca Centrale²⁶⁵, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo e i partecipanti al capitale posseggano requisiti di professionalità e di onorabilità²⁶⁶, l'oggetto sociale preveda in via esclusiva l'attività d'investimento collettivo del patrimonio, raccolto mediante offerta al pubblico delle azioni (art. 43, 1° comma, T.U.). La normativa secondaria²⁶⁷ illustra la documentazione tecnica che deve essere presentata a corredo, nonché ulteriori contenuti che dovranno essere recepiti nell'atto costitutivo: si riscontra una sostanziale coincidenza rispetto ai presupposti per l'abilitazione delle Sgr²⁶⁸. La Banca d'Italia verifica inoltre che sia garantita la trasparenza e la correttezza dei

²⁶³ MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 292 e ss.; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 194 e ss.

²⁶⁴ Il Testo Unico ha semplificato il procedimento delineato in precedenza dal d.lg. n. 84/1992 (artt. 1 e 2), che coinvolgeva ad un tempo il Ministero del tesoro, cui era riservato il potere di autorizzazione, e la Banca d'Italia, chiamata a certificare la conformità a legge del progetto di atto costitutivo e statuto (v. PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 383 e ss.). L'art. 43, 3° comma, T.U. mantiene in capo alla Banca d'Italia tale funzione certificativa, cui ora si aggiunge quella autorizzativa: v. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 108.

²⁶⁵ Un milione di Euro, secondo il regolamento della Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, Cap. I, Sez. II, par. 1.

²⁶⁶ V. rispettivamente il d.m. 11-11-1998, n. 468 (v. art. 13 T.U.), e il d.m. 11-11-1998, n. 469, (art. 14 T.U.).

²⁶⁷ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005 (v. Tit. III, Cap. I, Sez. II, par. 6), emanato in forza della delega contenuta nel 2° comma dell'art. 43 T.U.

²⁶⁸ Quanto alle condizioni per l'autorizzazione amministrativa delle Sgr, v. *supra*, par. 3.

comportamenti e il rispetto dei criteri di sana e prudente gestione (artt. 5 e 34 T.U.)²⁶⁹. In caso di valutazione favorevole, emette l'autorizzazione entro i novanta giorni successivi alla presentazione della domanda; ove ritenga che quest'ultima ovvero la documentazione integrativa siano incomplete, il termine è interrotto e ne decorre uno nuovo, sempre di novanta giorni, a partire dalla ricezione dei dati mancanti²⁷⁰; come già per le Sgr, non opera l'istituto del silenzio-assenso²⁷¹. Il provvedimento abilitativo configura una condizione per la costituzione della società, ai sensi dell'art. 2329 c.c.²⁷².

I soci fondatori procedono alla stipula dell'atto costitutivo, nonché all'integrale versamento del capitale sociale, entro i trenta giorni successivi al rilascio dell'autorizzazione (art. 43, 4° comma, T.U.)²⁷³; non è chiaro però se la conclusione dell'atto costitutivo rappresenti un vero e proprio obbligo a carico dei fondatori²⁷⁴, né quali conseguenze derivino in caso di mancata stipula. Argomentando dalla norma che prevede la decadenza dall'autorizzazione della Sicav rimasta inoperativa nell'anno successivo all'abilitazione²⁷⁵, si è sostenuto che pure l'omessa stipulazione nel biennio, cui *a fortiori* consegue l'inattività dell'Oicr, dovrebbe produrre la medesima sanzione di decadenza²⁷⁶. In realtà non si può trascurare la portata

²⁶⁹ Come sopra accennato (v. par. 3), tale controllo, pur circoscrivendo l'ambito del sindacato della Banca d'Italia, non è di mera legittimità e si ispira a criteri di discrezionalità tecnica.

²⁷⁰ V. reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, cap. I.

²⁷¹ Come invece accadeva nel vigore del d.lg. n. 84/1992. Secondo PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 384, l'attuale disciplina rende improbabile che l'autorizzazione intervenga in difetto dei requisiti necessari e contribuisce a meglio scandire le fasi della procedura, facendo decorrere i trenta giorni entro i quali i soci devono procedere alla costituzione non più dalla scadenza del periodo di silenzio-assenso, ma sempre dal rilascio del provvedimento della Banca d'Italia.

²⁷² E non un presupposto per l'esercizio dell'impresa, come invece accade per le Sgr e le Sim. Sul tema, alla luce del d.lg. n. 6/2003, (PAVONE LA ROSA,) G. NIGRO, *Il procedimento di costituzione della Società per azioni*, in *Trattato delle Società per azioni* diretto da Colombo e Portale, I, 1, Torino, 2004, pp. 334 e ss.; PETRAZZINI, *Artt. 2329-2330*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, I, cit., pp. 83 e s.; v. anche R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 148; PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 381 e s.

²⁷³ PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 386.

²⁷⁴ Resta impregiudicata la possibilità che l'obbligo tragga origine da un contratto preliminare di società vincolante gli interessati (SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 210); anzi, la preventiva conclusione di un *pactum de ineunda societate* potrebbe rappresentare un efficace strumento per evitare contestazioni e il conseguente *impasse* dovuto al silenzio della legge.

²⁷⁵ Reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, Cap. I, Sez. II, par. 7.

²⁷⁶ V. sul punto RICCI, *Art. 2*, in *Le società di investimento a capitale variabile (commento al d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84)* a cura di R. Lener, Torino, 1994, p. 30, la quale

precettiva dell'art. 43, 4° comma, T.U., in base al quale i soci “debbono procedere” alla tempestiva costituzione della società²⁷⁷. Pertanto, fermo il limite massimo dei due anni, si potrà piuttosto sollevare il problema se la scadenza mensile così individuata sia disponibile, oppure no: e la risposta negativa appare preferibile, ove si reputi che il medesimo termine sia fissato a tutela dell'interesse generale, degli investitori e del mercato, a che vengano definiti in tempi brevi i rapporti giuridici, anche per evitare che, col prolungarsi della procedura, cada taluna delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione, pur inizialmente sussistente.

Il Testo Unico proibisce alla Sicav di costituirsi secondo il procedimento per pubblica sottoscrizione²⁷⁸: ciò, si è detto, allo scopo di inibire il ricorso alla sollecitazione del pubblico risparmio prima che sia intervenuta la formale autorizzazione²⁷⁹. Altri sottolineano che il divieto sarebbe piuttosto finalizzato a garantire la solidità finanziaria dell'impresa di investimento²⁸⁰, ravvisando in esso una *ratio* comune alla norma che vieta ai soci di effettuare conferimenti in natura (art. 43, 5° comma, T.U.)²⁸¹.

L'art. 43-*bis* T.U., introdotto dall'art. 18, d.lg. 1°-8-2003, n. 274, definisce, sulla falsariga di quello appena descritto, un secondo procedimento costitutivo, dedicato alle Sicav che designano per la gestione del proprio patrimonio una Sgr o una società di gestione armonizzata²⁸². I requisiti

presuppone che il termine mensile non sia posto a pena di decadenza e ne ammette la proroga, in presenza di circostanze idonee a giustificarla; diversamente PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 384 e s.

²⁷⁷ Né d'altro canto si dubita che il versamento integrale della quota di capitale sottoscritta, *ivi* contestualmente previsto, integri un vero e proprio obbligo a carico dei soci.

²⁷⁸ Letteralmente, il 5° comma dell'art. 43 T.U. si limita a prevedere che non si applicano allo statuto speciale della Sicav gli artt. da 2333 a 2336 c.c.: e v. le critiche mosse a questa tecnica di redazione da R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 145.

²⁷⁹ MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 746. Si è sostenuto che il divieto in esame non sarebbe tassativo: successivamente al rilascio dell'autorizzazione amministrativa, infatti, non sussisterebbero più ostacoli ad attivare il procedimento per pubblica sottoscrizione (v. RICCI, *Art. 2*, cit). Di opposto avviso PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 385, secondo la quale tale ricostruzione sarebbe incompatibile con l'obbligo di integrale sottoscrizione del capitale.

²⁸⁰ RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 455.

²⁸¹ Divieto che, in via interpretativa, dovrebbe coerentemente estendersi anche ai conferimenti dei crediti: v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 180; contesta l'opportunità del divieto in esame R. LENER, *La società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 151 e s. – v. *infra*.

²⁸² Sul tema, v. *infra*, par. 16; sulla Sgr armonizzata, v. *supra*, par. 3, nota 45. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., p. 266, avvicina funzionalmente tale forma di gestione alla scissione tra promozione e gestione tipica dei fondi comuni e attribuisce all'intermediario designato la qualifica di institore (p. 277).

per l'autorizzazione in gran parte coincidono con quelli previsti dal precedente art. 43: vi si aggiunge l'obbligatoria menzione nello statuto della delega e dell'intermediario che ne beneficia.

La Sicav viene infine iscritta nell'apposito albo²⁸³ tenuto presso la Banca d'Italia (art. 44 T.U.)²⁸⁴: solo da quel momento essa consegue la piena abilitazione all'esercizio dell'attività. L'iscrizione viene comunicata dalla Banca d'Italia alla Consob, ai sensi dell'art. 5 del T.U.²⁸⁵.

13. *L'organizzazione della Sicav: il capitale variabile.*

L'organizzazione della società di investimento si fonda sul particolare meccanismo della variabilità del capitale, che in ogni momento corrisponde al patrimonio netto (art. 45, 1° comma, T.U.). Tra i ricavi e i costi di gestione, che incidono direttamente sulla determinazione del valore del capitale, sono quindi ricomprese le operazioni di emissione e rimborso delle azioni, funzionali all'entrata e all'uscita dei soci. Tale modello di variabilità si differenzia da quella prevista dal codice civile per le cooperative²⁸⁶, che lascia impregiudicata la distinzione tra capitale e patrimonio²⁸⁷.

Evidenti appaiono le differenze rispetto alla tradizionale disciplina della s.p.a., incentrata sulla partecipazione ad un capitale fisso. Alla luce

²⁸³ Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, Cap. I, Sez. II, par. 6.3, prevede che "interventuta l'iscrizione della società nel registro delle imprese, la Sicav invia alla Banca d'Italia gli estremi dell'iscrizione della società nel registro delle imprese, nonché copia autentica dell'atto costitutivo e dello statuto. La Banca d'Italia provvede a iscrivere la società nell'albo previsto dall'art. 44, 1° comma, del TUF".

²⁸⁴ L'iscrizione all'albo presuppone un nuovo controllo della Banca d'Italia, che non rappresenterebbe un'inutile duplicazione rispetto al precedente esame dell'istanza di autorizzazione, rendendo possibile la verifica della regolarità del procedimento sino a quel punto svolto: sul tema v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 207 e s.; PICARDI, *Art. 44*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 392 e s.; di diverso avviso R. LENER, *Art. 44*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 464.

²⁸⁵ Per l'analogo meccanismo di segnalazioni incrociate in sede di iscrizione all'Albo delle Sgr, v. *supra*, par. 3.

²⁸⁶ In passato si era ritenuto di individuare proprio nello schema cooperativo la forma idonea a recepire lo statuto della società di investimento: v. LOVATO, *La società di investimento mobiliare (investment company)*, in *Riv. not.*, 1953, pp. 612 e ss.; G. DE MARCHI, *L'impresa di investimento mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 449.

²⁸⁷ Nelle cooperative, la variabilità del capitale riflette le sole modificazioni del patrimonio dovute all'emissione o al rimborso delle azioni o delle quote, al fine di agevolare l'ingresso dei nuovi soci in attuazione del c.d. principio della "porta aperta" (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 442; MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 733; R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 154; ROCCHI, *Le società a capitale variabile*, I, Modena, 2000, pp. 205 e ss.). Tale problematica era già stata intuita da VIVANTE, che nel *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, n. 642, distin-

di tale peculiare modell organizzativo, si rende necessario verificare in che termini, nell'ambito della Sicav, gli interessi riconducibili agli azionisti-investitori trovino la loro composizione. In primo luogo si può osservare che il patrimonio della società di investimento è costituito, in modo preponderante, dagli apporti dei soci. Ed infatti relativamente alla attività gestoria sono previsti limiti precisi alla facoltà di indebitamento: in particolare è consentita l'assunzione di prestiti, finalizzati a fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria in relazione ad esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, solo entro il limite massimo del dieci per cento del patrimonio netto e per una durata da correlare allo scopo dell'indebitamento, e comunque non eccedente i sei mesi²⁸⁸. Analoga finalità persegue la regola che vieta alla Sicav di emettere titoli obbligazionari (art. 45, 8° comma, T.U.). In generale, la stessa indicazione di un oggetto sociale esclusivo, circoscrivendo l'ambito delle attività consentite, potenzialmente riduce i casi in cui la società di investimento contrarrà prestiti. La principale fonte di indebitamento delle Sicav va pertanto individuata nell'obbligo di rimborsare ai soci le azioni precedentemente investite. Ne segue che l'interesse a ottenere questa restituzione risulta per così dire istituzionalizzato²⁸⁹ e la posizione di socio finisce per coincidere con quella di creditore. Sembra questa una vera inversione di prospettiva rispetto allo schema della società per azioni di diritto comune, che privilegia una nozione di capitale sociale come entità formale, posto a tutela delle ragioni dei creditori, mentre gli interessi dei soci sono rivolti all'utilizzazione produttiva del patrimonio. Per contro, nella Sicav la speranza di guadagno dei soci non viene meno, ma appare subordinata all'altra non meno rilevante esigenza a liquidare prontamente l'investimento²⁹⁰. Inoltre la libera sottoscrizione di nuove azioni, da parte dei soci e soprattutto di soggetti estranei alla società, prevale sull'interesse al

gueva le società mutue assicuratrici e cooperative dalla *categoria generale* delle società a capitale variabile.

Sul principio della porta aperta nelle cooperative v. BONFANTE, *Imprese cooperative*, in *Commentario Cod. Civ. Scialoja e Branca* a cura di Galgano, Bologna-Roma, 1999, pp. 376 e ss.; pp. 477 e ss.; Id., *Art. 2524*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, III, cit., pp. 2465 e ss.

²⁸⁸ Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, (Tit. V, Cap. III, Sez. I, par. 1), rinvia alla disciplina dei fondi aperti: trovano quindi applicazione i limiti all'assunzione dei prestiti di cui al successivo Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 6.5 dello stesso regolamento.

²⁸⁹ In questi termini MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 733.

²⁹⁰ Le aspettative dei soci, in quanto creditori, vengono a concentrarsi principalmente sul patrimonio della società – per questo la categoria dei creditori non soci è stata notevolmente ridotta. Nella recente riforma del diritto societario, si è sottolineata la valenza sistematica dell'*exit* del socio, sul piano non solo patrimoniale ma anche corporativo (ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, pp. 71 e ss., spec.

mantenimento della stabilità della compagine, come emerge dalla disposizione che dichiara inapplicabile la disciplina del diritto di opzione di cui all'art. 2441 c.c. (art. 45, 2° comma, T.U.)²⁹¹. Si può dire in sintesi che l'azionista investitore veda riqualificata la propria partecipazione in funzione dell'attività di gestione del risparmio svolta dalla società.

Una lettura di questo tipo mette in evidenza il profilo di effettività del capitale della Sicav, che corrisponde sempre all'intero patrimonio netto e non solo a una porzione di esso²⁹². Ciò trova riscontro nella regola secondo cui il valore delle azioni, quantificato in sede di emissione e di rimborso, è stabilito dividendo il valore delle attività nette per il numero dei titoli complessivamente in circolazione²⁹³. Ulteriore conferma potrà ravvisarsi nella previsione dell'obbligo di integrale versamento del capitale della Sicav (art. 45, 3° comma, T.U.): la sottoscrizione delle azioni, che dà vita ad un contratto di investimento, implica l'*effettiva* messa a disposizione delle risorse da gestire incompatibile con il sorgere di un credito al versamento dei "decimi" residui²⁹⁴. In tale contesto, il capitale della Sicav non può essere considerato mera astrazione contabile: la formula del capitale variabile della società di investimento riconduce ad unità i concetti di capitale nominale e patrimonio, che invece risultano ben distinti nelle s.p.a. di diritto comune, ove descrivono in momenti diversi la situazione finanziaria dell'ente²⁹⁵.

Si può ora valutare in quale modo la struttura della Sicav tuteli gli interessi patrimoniali dei soci-creditori. Una prima garanzia per l'investitore consiste nella già richiamata possibilità di ottenere, in qualsiasi momento, la liquidazione del proprio apporto: la legge, infatti, non pone limiti alla

p. 76); nel caso delle Sicav, diversamente, l'uscita ha la principale se non esclusiva funzione di monetizzare l'investimento.

²⁹¹ Sul tema v. R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 156 e s.; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 397.

²⁹² Si è notato che sul piano terminologico diventa allora irrilevante continuare a far uso, convenzionalmente, del termine capitale, piuttosto che sostituirlo con la più corretta locuzione di patrimonio netto: v. R. LENER, *Art. 3*, in *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 38.

²⁹³ Sul tema v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 443. Strutturalmente il modello va individuato nelle quote rappresentative della partecipazione al fondo comune: v. *supra*, par. 9.

²⁹⁴ Come noto, il diritto comune richiede il versamento del quarto dei conferimenti in denaro in sede di costituzione della s.p.a. (art. 2329 c.c.).

²⁹⁵ Sulla distinzione tra capitale nominale e patrimonio reale, v. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, I, 2, Torino, 2004, pp. 3 e ss.; FORTUNATO, *Capitale e bilanci nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 133 e ss.; COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 841 e ss.; e, sottolineandone la funzione organizzativa, SPADA, *Dalla nozione al tipo della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, pp. 95 e ss.

libertà di uscita dei soci. Sotto altro profilo, funzione analoga a quella del capitale fisso nella disciplina comune sembra svolgere il *capitale minimo* delle Sicav, determinato dalla Banca d'Italia. In particolare, viene in evidenza la disposizione secondo la quale, quando l'entità del capitale si riduce al di sotto della soglia minima e permane tale per un periodo di sessanta giorni, la società è messa in liquidazione²⁹⁶. Ora, il capitale minimo rappresenta una dotazione reale di mezzi patrimoniali, e non assume la struttura di posta contabile analoga al capitale fisso²⁹⁷, però la logica sembra essere la stessa, dal momento che, oltre una certa misura individuata secondo un parametro quantitativo ed uno temporale, non si potrà ridurre la consistenza complessiva del patrimonio-capitale. Tale disciplina costituisce una garanzia per gli investitori, non solo in quanto creditori, ma anche in quanto soci, poiché, oltre a scongiurare il pericolo che una forte domanda di rimborsi costringa la società a vendere immediatamente i titoli posseduti con conseguente svalutazione del patrimonio²⁹⁸, svolge altresì la funzione di assicurare mezzi adeguati all'esercizio dell'attività²⁹⁹.

La coincidenza tra capitale sociale e patrimonio determina l'astratta incompatibilità dello statuto speciale della Sicav con quei settori della disciplina della s.p.a. che presuppongono il concetto di capitale fisso. Così l'art. 45, 2° comma, T.U. esclude l'applicabilità della normativa in tema di aumento e riduzione del capitale sociale (artt. da 2438 a 2447 c.c.). In particolare, è evidente che l'equazione tra capitale e patrimonio rende inconcepibile un aumento di capitale gratuito, o una riduzione reale; allo stesso modo, l'emersione di perdite è destinata ad incidere automaticamente sul patrimonio sociale, senza necessità di alcuna formalizzazione³⁰⁰,

²⁹⁶ Il termine è sospeso, in caso di fusione con altra Sicav (art. 48, 1° comma, T.U.).

²⁹⁷ R. LENER, *Art. 3*, cit., pp. 36 e ss. L'istituto del capitale fisso è stato recentemente sottoposto a serrata critica, traendo spunto dall'esperienza dei Paesi di tradizione anglosassone: v. ENRIQUES, MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in 86 *Cornell Law Rev.*, 2001, p. 1165 (la traduzione dell'articolo, con l'aggiunta di un paragrafo a cura di Enriques, è stata pubblicata in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 e ss.); SCHÖN, *The Future of Legal Capital*, in 5 *Eur. Business Organization Law Rev.*, 2002, pp. 429 e ss.; RICKFORD, *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in 15 *Eur. Business Law Rev.*, 2004, pp. 919 e ss.; DENOZZA, *A che serve il capitale? (piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 585 e ss.

²⁹⁸ RECINE, SCIOTTI, *Art. 48*, in *Commentario Alpa e Capriglione*, cit., pp. 485 e s.

²⁹⁹ In proposito si può osservare che negli ordinamenti continentali, dove già da tempo sono operative le società di investimento nella forma a capitale variabile [il riferimento va all'ordinamento francese (art. 78, 3° comma, l. 66-537) e spagnolo (art. 15, 3° comma, lett. d), l. 46/84], si richiede che lo statuto sociale preveda pure un valore *massimo* del capitale.

³⁰⁰ MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 734.

mentre la soglia di attenzione per la rilevazione di tali diminuzioni patrimoniali è correlata ad un parametro fisso, cioè il capitale minimo, secondo il meccanismo appena sopra descritto. L'aumento di capitale a pagamento si realizza in via continuativa, a seguito della sottoscrizione di nuove azioni da parte dei soci e dei nuovi investitori: anche questa procedura prescinde dal meccanismo di formale modifica dello statuto, né richiede le garanzie di cui agli artt. 2438 e 2439 c.c. in conseguenza dell'obbligo di immediata integrale liberazione delle azioni posto dall'art. 45, 3° comma, T.U.

La struttura della Sicav risulta incompatibile anche con i criteri di redazione del bilancio della s.p.a.³⁰¹, come anche risulta dall'art. 6 T.U., che riserva alla competenza regolamentare della Banca d'Italia la determinazione della forma e del contenuto del prospetto contabile che la società di gestione deve periodicamente predisporre³⁰². In particolare, la mancanza del capitale fisso impedisce la quantificazione dell'utile o della perdita di esercizio, con la conseguente impossibilità di dar corso ad una distribuzione di utili in senso tecnico³⁰³.

Il patrimonio raccolto dalla Sicav può essere suddiviso in una pluralità di "comparti", ciascuno dei quali costituisce patrimonio "autonomo e distinto" e segue proprie strategie di investimento, descritte nello statuto. Contabilmente, la sommatoria del netto di ciascun comparto rappresenta il capitale totale della società³⁰⁴. Questo schema organizzativo, introdotto dall'art. 43, ult. comma, T.U., consente alla Sicav «una maggior differenziazione e flessibilità nell'offerta dei prodotti»³⁰⁵. Ricorrono qui

³⁰¹ R. LENER, *Art. 45*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 466 e s.; ZAMPPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp., 398 e s.

³⁰² PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 387; PALLINI, *Art. 45*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 346.

³⁰³ Il riparto degli utili viene in sostanza sostituito dal rimborso delle azioni. È comunque possibile la distribuzione di "proventi" dell'attività di gestione secondo una procedura, eventualmente formalizzata nello statuto sociale, che prescinde del tutto dalla disciplina codicistica relativa al riparto dei dividendi, e dunque attivabile anche in caso di andamento negativo della gestione (v. MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., pp. 734 e s.; R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 159; PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la Sicav*, in *Banche e banchieri*, 1993, p. 356). Se ne deduce che i proventi rappresentano null'altro che una forma di rimborso, parziale e anticipato, delle azioni.

³⁰⁴ LA VECCHIA, *Art. 43*, *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 339.

³⁰⁵ E supera i dubbi interpretativi del passato (v. RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 461; LA VECCHIA, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 338 e ss.) circa l'ammissibilità della struttura plurisetoriale dell'Oicr. Dubbi non privi di fondamento, se si conviene che, in astratto, la suddivisione del patrimonio della Sicav non implicherebbe quale conseguenza necessaria l'autonomia patrimoniale delle singole parti (R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*,

elementi di analogia con la disciplina dei fondi comuni di investimento: come si è accennato in precedenza, pure l'art. 36, 6° comma, T.U. prevede che ciascun fondo, o ciascun comparto di esso, costituisce un patrimonio autonomo³⁰⁶.

14. Segue: *le azioni*.

La struttura patrimoniale della Sicav incide significativamente – lo si è visto – sulla disciplina delle azioni. Queste sono prive di valore nominale³⁰⁷, per effetto della coincidenza del capitale con il patrimonio della società: conseguentemente il loro valore di sottoscrizione corrisponde di regola al valore effettivo e non è tecnicamente configurabile un sovrapprezzo *ex art.* 2431 c.c.³⁰⁸. Anche il vincolo all'integrale liberazione delle

cit., p. 196; LA VECCHIA, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 338). In realtà, la previsione di legge, che determina, rispetto a ciascun portafoglio, la separata imputazione delle diverse posizioni di debito e di credito, nonché il separato rimborso delle azioni ai soci (SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 221; PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 390 e s.), non può più considerarsi un'isolata eccezione ai principi generali in tema di responsabilità patrimoniale, anche a seguito dell'introduzione, dovuta al d.lg. n. 6/2003, dell'istituto dei patrimoni separati (artt. 2447-bis e ss. c.c.), che presenta una disciplina simile, anche se non del tutto coincidente, al modello qui esaminato. Sul tema in generale v. MAFFEI ALBERTI, *Artt. 2447-bis – 2447-decies*, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6* da lui diretto, II, Padova, 2005, pp. 1676 e ss.; GIANNELLI, *Art. 2447-bis*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, cit., pp. 1210 e ss.; MIGNONE, *L'associazione in partecipazione (Artt. 2549-2554)*, in *Il codice civile. Commentario* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Milano, 2008, pp. 105 e ss., ove riferimenti).

³⁰⁶ RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 462; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 102; LA VECCHIA, *Art. 43*, *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 339.

³⁰⁷ Ciò si desume dal 7° comma dell'art. 45 T.U., che prevede la non applicabilità alla Sicav dell'art. 2354, 1° comma, n. 3, c.c. Sussiste sul punto qualche similitudine con la disciplina generale delle azioni prive (dell'indicazione) di valore nominale, introdotte dal d.lg. n. 6/2003 (v. *supra*, par. 9, con riguardo alle quote di partecipazione al fondo comune).

³⁰⁸ R. LENER, *Art. 45*, cit., p. 468, che osserva come nella Sicav il valore della partecipazione esprime *implicitamente* il sovrapprezzo. Si deve rilevare che qui svolgono una funzione analoga al sovrapprezzo azionario i c.d. oneri di sottoscrizione e rimborso, che lo statuto sociale può prevedere al fine di non gravare i soci che mantengono la propria partecipazione dei costi legati all'ingresso dei nuovi soci e all'uscita dei vecchi. Le similitudini con il sovrapprezzo, peraltro, non si estendono al profilo strutturale, stante la tecnica impossibilità di costituire la corrispondente riserva (MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 734; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 400).

azioni si ricollega alla variabilità del capitale, in relazione all'esigenza di rendere effettiva la dotazione patrimoniale della società³⁰⁹.

Lo statuto deve indicare i criteri con cui si procede alla determinazione del valore delle azioni (art. 45, 5° comma): in mancanza del capitale nominale, il riferimento andrà al valore reale, rapportato al patrimonio netto. Sempre lo statuto stabilisce le modalità di fissazione del prezzo³¹⁰ e la periodicità dell'emissione e del rimborso dei titoli³¹¹.

Le azioni della Sicav possono essere nominative o al portatore, secondo le preferenze del socio (art. 45, 4° comma, T.U.). Successivamente alla sottoscrizione la scelta può essere mutata, e pertanto in ogni momento l'investitore può ottenere la conversione delle azioni nominative in azioni al portatore, e viceversa³¹². I titoli circolanti al portatore consentono al socio un unico voto, indipendentemente dal numero di azioni possedute³¹³; per quelli nominativi trovano invece applicazione le regole comuni del diritto societario, sicché il voto sarà attribuito in ragione della quota di patrimonio effettivamente rappresentata.

Nel sistema di partecipazione promiscuo così definito, ove convivono il principio plutocratico tipico delle società per azioni e quello democratico

³⁰⁹ R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 182 e s.; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 396. La locuzione legislativa, che prevede l'obbligatoria liberazione delle azioni "rappresentative di capitale", parrebbe alludere all'esistenza di altra forma di partecipazione azionaria, *non rappresentativa* del capitale, come ad esempio le azioni di godimento: in realtà una distinzione del genere non ha ragion d'essere nelle Sicav, ove, in assenza di un capitale fisso di riferimento, le azioni non possono che esprimere una frazione del patrimonio sociale.

³¹⁰ Detto prezzo non coincide esattamente con il valore reale delle azioni, poiché comprende gli eventuali oneri di sottoscrizione o di rimborso, le commissioni e i costi aggiuntivi, che non devono gravare su tutte le azioni in circolazione, determinando diminuzioni patrimoniali ingiustificate.

³¹¹ Le regole per determinare il valore delle azioni, mutate da quelle per la quantificazione del valore delle quote dei fondi comuni, sono fissate dal reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. V, Cap. IV, conformemente alla previsione dell'art. 6, 1° comma, lett. c), n. 4 T.U.; la periodicità delle rilevazioni dei prezzi di emissione e rimborso dovrà essere almeno settimanale, ai sensi dell'art. 10, commi 1° e 2°, del reg. n. 228/1999 in tema di fondi aperti, applicabile, anche alle Sicav ai sensi dell'art. 11 dello stesso reg. (ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 399 e s.).

³¹² Così COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 209; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 401 e s.

³¹³ Voto *pro capite*, tipico delle società cooperative: v. ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 401. Si è osservato che si potrebbe derogare, in via indiretta alla regola per cui al titolare di azioni al portatore spetta un solo voto, ove su una parte delle azioni al portatore di un socio sia costituito un usufrutto con diritto di voto a favore di un altro soggetto: in questo caso, infatti, alla titolarità di un unico pacchetto azionario dovrebbero corrispondere *due* voti (PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la Sicav*, cit., p. 358).

che caratterizza le cooperative, si innesta la regola che inibisce alle Sicav la creazione di categorie di azioni fornite di “diritti diversi”³¹⁴, allo scopo di garantire l’uniformità dell’investimento³¹⁵. Pur in presenza di tale divieto, la legge qualifica testualmente come “categorie” le due tipologie dei certificati nominativi e al portatore (art. 45, 4° comma, T.U.). Ora, sembra da escludere che la differenza nelle modalità di circolazione dei titoli legittimi l’individuazione di una categoria azionaria in senso proprio³¹⁶. Resta piuttosto da chiarire quale significato acquisti, in questo contesto, la previsione per cui alle azioni nominative è attribuito un voto più pesante che alle azioni al portatore.

A tal fine, pare opportuno richiamare la distinzione tra soci risparmiatori e soci imprenditori, generalmente accolta nell’ordinamento societario, nonché il principio in base al quale la compressione o l’esclusione dei diritti corporativi, associati alla partecipazione, di regola possa trovare una contropartita nell’accrescimento dei diritti patrimoniali³¹⁷, al fine di realizzare una sorta di compensazione equitativa tra i vari poteri che lo *status* di socio esprime³¹⁸, e così preservare l’azionista risparmiatore dagli effetti

³¹⁴ V. artt. 45, 7° comma, e 47, 2° comma, T.U., che rendono rispettivamente inapplicabili alla società di investimento l’art. 2348, 2° comma, c.c., e, soprattutto, l’art. 2376 c.c. Lo stesso art. 45, 7° comma, estende l’incompatibilità agli artt. 2351, 2353 e 2349 c.c.: da ciò si desume l’esplicito divieto di emettere azioni privilegiate, azioni a voto limitato e/o di godimento, azioni correlate e azioni a favore di prestatori di lavoro. Quest’ultima precisazione non rappresenta una inutile duplicazione del divieto di creare azioni di categoria: nel caso di assegnazione straordinaria di azioni ai dipendenti, infatti, l’incidenza sui diritti incorporati nel titolo è solo eventuale, così che appare eventuale che le azioni emesse a norma dell’art. 2349 c.c. assurgano al ruolo di vera e propria categoria, con la conseguenza che, di per sé, la dichiarata inapplicabilità dell’art. 2348 non comporta una deroga all’art. 2349 [R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 188 e s.; NOBILI, *Commentario al d.lg. 84/92*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1993, p. 1366; anche ANGELICI, *Art. 4*, in *Le società di investimento a capitale variabile (commento al d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84)*, cit., pp. 51 e s.].

³¹⁵ ANGELICI, *Art. 4*, cit., pp. 51 e s. riconduce la descritta esigenza di uniformità nell’investimento alle caratteristiche funzionali e strutturali della Sicav, ove il conferimento non è volto a fornire strumenti per lo svolgimento di un’attività diversa e ulteriore, ma rappresenta l’oggetto stesso della gestione.

³¹⁶ BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, II, 1, Torino, 1991, pp. 48 e s.; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, pp. 64 e ss.; COTTINO, *Le società. Diritto Commerciale*, I, 2, Padova, 1999, p. 289. Sul punto si è anche osservato (da parte di R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 191) che, pur rifiutando la prefigurata distinzione di origine tedesca tra categorie di azioni (che incorporano gli stessi diritti) e tipi di azioni (che presentano i medesimi caratteri formali) rimarrebbe comunque scorretto ravvisare nelle forme di circolazione dei titoli dei diritti particolari del socio.

³¹⁷ Unico limite, il divieto di patto leonino: v. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994.

³¹⁸ ANGELICI, *Art. 4*, cit., p. 49; R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 189 e s.

stranianti implicitamente determinati dal possesso di un titolo privo di diritto di voto³¹⁹.

Il bilanciamento tra prerogative patrimoniali e corporative dei titoli risulta parzialmente superato con la riforma del 2003, che consente all'autonomia statutaria di articolare con ampia libertà il diritto di voto, senza l'obbligo di prevedere correttivi³²⁰.

Si potrebbe dire che, nelle società di investimento, la regola tradizionale sia tuttora sostanzialmente rispettata, in quanto il regime di circolazione dei titoli che garantisce l'anonimato, anche ai fini fiscali, costituirebbe per sé un privilegio economico³²¹ idoneo a controbilanciare il sacrificio dei diritti amministrativi, e concludere che la legge abbia qui configurato due categorie di azioni in senso tecnico. Al medesimo risultato si potrebbe pervenire riconducendo le azioni delle Sicav alla nuova categoria delle azioni a voto limitato, in particolare ipotizzando che il voto pieno sia risolutivamente condizionato all'esercizio della conversione in titoli nominativi, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2351, 2° comma, c.c.³²².

Sembra però che il sistema elaborato per la partecipazione alla Sicav presenti elementi di assoluta originalità. Se si considera che i soci sono *liberi* di convertire le azioni al portatore in azioni nominative e viceversa, ne deriva che i possessori di titoli del primo tipo di fatto rinunciano *solo provvisoriamente e a loro esclusiva discrezionalità* alla pienezza dei propri diritti corporativi. D'altro canto, la decisione del socio di esercitare la conversione non può validamente rappresentare l'evento futuro e incerto, cui il voto pieno del socio resterebbe condizionato: in tal caso, infatti, la discrezionalità della scelta finirebbe per configurare una condizione meramente potestativa, di dubbia ammissibilità. Pare dunque che tutte le

³¹⁹ Tale impostazione trovava una significativa conferma nella disciplina delle azioni di risparmio originariamente dettata dall'art. 14 della l. n. 216/1974, per le quali la garanzia del vantaggio patrimoniale si associa all'esclusione del diritto di voto. Tale regola è stata soppressa dal Testo Unico (artt. 145-147): v. la parte del presente Trattato dedicata alle società quotate.

³²⁰ Sul tema v. ABRIANI, *Art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, I, cit., p. 311 e ivi ulteriori riferimenti.

³²¹ Così MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 738; dubitativamente R. LENER, *Le Società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 192; PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la Sicav*, cit., p. 358.

³²² Sulle azioni c.d. subordinate, tipizzate dalla riforma del 2003, v. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, pp. 118 e ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, I, cit., pp. 306 e ss.; VITALI (ANGELILIS), *Art. 2351*, in *Azioni* (a cura di Notari), *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p. 422 e ss.

azioni delle Sicav, nominative e al portatore, incorporando diritti *potenzialmente* identici, non individuino categorie diverse³²³.

Sempre in modo atecnico sembra esprimersi la legge, ove prevede che la Sicav può emettere particolari *categorie* di azioni per ciascuno dei comparti di investimento in cui risulti frazionato il proprio patrimonio (art. 45, 6° comma, T.U.). Tale operazione, si afferma³²⁴, appare sostanzialmente neutra quanto alla definizione dei poteri amministrativi e patrimoniali di tutte le azioni, che restano invariati. Così la scelta del socio di investire in un dato comparto, privilegiandone le strategie di gestione, potrà incidere sul valore delle azioni secondo il meccanismo di contabilità separata previsto per ogni singolo patrimonio³²⁵, ma per sé non dovrebbe comportare la modifica dei diritti inerenti la partecipazione. Il socio infatti può liberamente ottenere il rimborso delle proprie azioni, di pertinenza di un dato comparto, e sottoscriverne altre, attinenti a un diverso comparto; e comunque lo statuto può espressamente regolare il trasferimento diretto dell'investimento originario da un comparto all'altro (c.d. operazioni di *switch*)³²⁶.

³²³ R. LENER, *Le Società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 193 e s.; ANGELICI, *Art. 4*, cit., p. 49, anche con riguardo ad analoghe soluzioni adottate nell'ordinamento tedesco; per ulteriori riferimenti ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 403. Va detto poi che, seppure la disponibilità del diritto di voto in sé possa non interessare all'azionista risparmiatore, nell'ottica del mercato sarà sempre più appetibile un certificato azionario che consenta, anche solo potenzialmente, il pieno esercizio del diritto di voto: v. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, *Le società*, Padova, 1994, p. 379. Sotto questo profilo, si può dire che il modello delle Sicav, proponendo il superamento della tradizionale distinzione tra soci gestori e soci risparmiatori (v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 444), abbia anticipato le innovazioni poi introdotte sul punto dalla riforma del 2003.

³²⁴ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 444; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 111 e s.; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 403 e s.

³²⁵ LA VECCHIA, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 339.

³²⁶ V. sul tema RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 462; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 403; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 111 e s.; LA VECCHIA, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 339. Diversamente R. LENER, *Art. 45*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 471 secondo il quale il 6° comma dell'art. 45 definirebbe categorie di azioni in senso proprio – impostazione che solleverebbe poi il problema di individuare le forme organizzative della categoria, stante l'espressa inapplicabilità alla Sicav dell'art. 2376 c.c. (art. 47 del Testo Unico) – su quest'ultimo profilo, in particolare, COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 444.

Quale che sia la soluzione prescelta, resta aperta la questione inerente il computo dei voti delle azioni nominative emesse dalle Sicav multicomparto (COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 444, nota 116). Secondo la regola generale, ad ogni azione corrisponde un voto; essa non subisce eccezioni nel caso che siano emesse azioni prive dell'indicazione del valore nominale, stante l'*unicità* del patrimonio sociale cui le stesse azioni afferiscono. Tale criterio di calcolo, astratto matematico, non si può tecnicamente adattare al modello organizzativo per cui le azioni non rappresentino l'intero patrimo-

Più in generale, ci si può chiedere se la prospettiva codicistica non risulti superata dalla disciplina del capitale della Sicav, dove l'equazione strutturale tra capitale e patrimonio impedisce la formazione di riserve e permette sempre l'integrale rimborso ai soci della rispettiva porzione dei proventi e rende meno sensibile la posizione soggettiva dei soci rispetto alle modalità di attribuzione dei diritti patrimoniali e amministrativi³²⁷.

Nessun limite è apponibile all'emissione e alla circolazione delle azioni al portatore. Il 6° comma dell'art. 45 T.U. legittima invece la previsione statutaria di vincoli al trasferimento delle azioni nominative, le sole che esprimono la pienezza del diritto di voto e quindi consentono al titolare di assumere una posizione dominante o di controllo³²⁸ all'interno della compagine³²⁹.

nio, ma una frazione di esso, di pertinenza di un determinato comparto. In questo caso, infatti, il valore delle azioni dovrà essere computato distributivamente per ciascun comparto, secondo la regola della contabilità separata che caratterizza anche i fondi comuni: ciò di regola si tradurrà nella determinazione di valori nominali "virtuali" delle azioni *diversificati per ogni comparto*. Si ipotizzi che lo stesso importo di denaro investito nel comparto "A" ovvero nel comparto "B", inizialmente attribuisca un ugual numero di azioni: dopo un certo periodo di tempo, per effetto delle diverse politiche di gestione seguite da ciascun comparto, è del tutto improbabile che il patrimonio espresso dalle azioni del comparto "A" coincida ancora con il patrimonio espresso dalle azioni del comparto "B", e dunque, a parità del numero di azioni, sarà diversa la frazione di capitale (*rectius* patrimonio netto) della società individuato nei due casi. In astratto si possono ipotizzare le seguenti alternative: *a*) il computo dei voti potrà assumere a parametro di riferimento il *numero delle azioni*, che peraltro non riflettono una corrispondente quota di capitale: e allora si dovrebbe concludere che, a parità di diritti amministrativi, la società attribuisce un privilegio patrimoniale ai comparti meglio gestiti, configurando vere e proprie categorie di azioni; con la conseguenza che le decisioni assembleari potrebbero essere assunte da soggetti titolari del maggior numero di azioni, ma non della maggioranza del capitale; *b*) il computo dei voti potrà assumere a parametro di riferimento la quota di capitale effettivamente espressa dalle azioni che afferiscono a ciascun comparto: ciò varrebbe a salvaguardare il principio che riserva il potere decisionale a chi detiene la maggioranza del capitale, ma altererebbe significativamente il criterio astratto matematico di attribuzione del voto tipico delle s.p.a., contaminandolo con quello personalistico delle quote (prevarrebbero infatti i soci titolari di una quota complessivamente maggiore del capitale, a prescindere dal numero delle azioni).

³²⁷ Per l'affermazione che le azioni della Sicav riservano ai soci identiche prerogative patrimoniali, v. ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 401; anche MILETTI, *Art. 45*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 350. Più precisamente, la parità di trattamento è riferibile a tutte le azioni ove il patrimonio della Sicav non sia stato frazionato in più comparti; nel caso di separazione patrimoniale, prerogative identiche saranno assicurate entro ciascun comparto, salvo comunque lo *switch* dall'uno all'altro.

³²⁸ Solo con riferimento alle azioni nominative trova applicazione la disciplina delle partecipazioni rilevanti *ex art. 15 T.U.*: v. CAMPOBASSO, *Art. 15*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 120 e ss.

³²⁹ Si ritiene così ammissibile la previsione di clausole di gradimento, tali da garantire l'unità di indirizzo nella gestione della società – MILETTI, *Art. 45*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 352; ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 402, che

15. *L'assemblea; le vicende della Sicav.*

La disciplina dell'assemblea della Sicav si discosta dal modello azionario comune per la previsione di maggioranze deliberative inferiori, allo scopo di evitare che la partecipazione diffusa e il conseguente rischio di assenteismo dei soci ne pregiudichino il funzionamento. L'art. 46, 1° comma, T.U. sopprime perciò i *quorum* costitutivi per l'assemblea ordinaria³³⁰ e per la seconda convocazione dell'assemblea straordinaria. Evita tuttavia di fornire indicazioni circa i corrispondenti *quorum* deliberativi, sicché si deve ritenere che, in applicazione dei principi generali, la decisione sarà assunta a maggioranza assoluta dei voti che i soci intervenuti possono esprimere³³¹. Sul punto è ammessa la previsione di deroghe statutarie, nei limiti consentiti dal modello azionario.

L'avviso di convocazione dell'assemblea è pubblicato almeno trenta giorni prima della data dell'adunanza sulla Gazzetta Ufficiale e sui quotidiani indicati nello statuto; questi ultimi dovranno altresì riportare il valore patrimoniale della società e il valore unitario delle azioni (art. 46, 3° comma, T.U.)³³².

Sempre allo scopo di agevolare la partecipazione, lo statuto può consentire che il voto sia espresso per corrispondenza (art. 46, 2° comma, T.U.)³³³. La

osserva come clausole del genere di fatto limitino la facoltà di conversione delle azioni al portatore in nominative. Maggiori perplessità suscita l'inserimento di clausole di prelazione, che sono giudicate incompatibili con la struttura aperta della società ZAMPELLA, *Art. 45*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 403.

A dire il vero, la norma in esame non sembra fornire uno strumento idoneo a prevenire comportamenti elusivi – si pensi al caso del socio (o del terzo) che acquisti azioni al portatore, per le quali non opera il vincolo, e subito dopo le converta in nominative. Forse un divieto più efficace potrebbe imporre la libera circolazione delle azioni, nominative o al portatore, solo quando esse rappresentino una percentuale di capitale insufficiente a garantire al compratore, unitamente a quelle già possedute, una posizione rilevante all'interno della società, se tutte le azioni fossero trasformate in nominative. Oppure si potrebbe pensare a un limite (statutario) alla libera conversione del regime di circolazione dei titoli.

³³⁰ Ove dunque non risulta più configurabile una riunione in seconda convocazione: COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 445; PICARDI, *Art. 46*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 410.

³³¹ PICARDI, *Art. 46*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 410 e s.; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 113.

³³² Il Testo Unico detta dunque una disciplina più rigorosa, rispetto alla normale procedura di convocazione ex art. 2366 c.c., secondo cui, l'avviso può essere *alternativamente* pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale o sul quotidiano, almeno quindici giorni prima della riunione assembleare.

³³³ La disposizione non può più considerarsi speciale a seguito della riforma del diritto societario del 2003. Il testo novellato dell'art. 2370 c.c., infatti, prevede ora che *tutte* le s.p.a. possono autorizzare il voto per corrispondenza. La disciplina del voto a distanza dettata per le Sicav, ma anche per le cooperative, le società quotate e priva-

normativa secondaria che ne completa la disciplina³³⁴ impone una serie di adempimenti: in primo luogo l'avviso di convocazione dovrà rendere noto che i soci possono avvalersi del voto epistolare e indicare le formalità per la richiesta della relativa scheda, l'indirizzo a cui trasmetterla e il termine entro cui essa deve pervenire alla società³³⁵. Per assicurare una sufficiente informazione, l'avviso riprodurrà il testo integrale³³⁶ delle diverse proposte di delibera, consentendo manifestazioni di voto separate³³⁷; dovrà comunque essere garantita la segretezza del voto fino all'inizio delle operazioni di scrutinio³³⁸. Norme particolari sono poi dettate per il deposito delle azioni³³⁹ e la pubblicità della delibera conseguentemente assunta³⁴⁰.

tizzate risulta più analitica di quella ora espressa dal Codice, con la singolare conseguenza che la legge generale viene interpretata alla luce di quella speciale: opera tutt'altro che agevole, in considerazione delle differenze che caratterizzano le normative di settore: v. FIORIO, Art. 2370, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, cit., pp. 553 e ss., ove indicazioni.

³³⁴ V. il regolamento di cui al d.m. 26-3-1999, n. 139.

³³⁵ Il regolamento ministeriale fissa alle ore 24,00 del terzo giorno che precede l'assemblea il termine entro il quale devono pervenire alla società le schede di voto e le inerenti attestazioni di cui si tiene conto per l'esercizio del voto per corrispondenza, e anche per il computo del *quorum* costitutivo quanto previsto, e alle ore 24,00 del secondo giorno che precede l'assemblea il termine per revocare lo stesso voto (v. sul tema PICARDI, Art. 46, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 413, che afferma l'indisponibilità del primo termine da parte degli amministratori).

³³⁶ Analoga formalità è prevista per le società cooperative; diversamente, nel caso delle società quotate gli artt. 139 e 140 del regolamento Consob 14-5-1999, n. 11971, si limitano a prevedere che la scheda di voto, e non l'avviso di convocazione, indichi le deliberazioni proposte; e nel caso delle società privatizzate l'art. 2, 4° comma, del provvedimento 30-9-1994 di Banca d'Italia, Isvap e Consob prescrive il deposito delle proposte di deliberazione presso la sede della società o le banche indicate nell'avviso di convocazione – in argomento v. PICARDI, Art. 46, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 412 e s.; FIORIO, *op. cit.*, p. 552.

³³⁷ Art. 3, d.m. n. 139/1999.

³³⁸ Per l'analoga disciplina delle società quotate, v. CARCANO, Art. 127, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti, Bianchi, I, Milano, 1999, p. 963; SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in *Intermediari finanziari, mercati, e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, Santoro, cit., pp. 850 e ss.

³³⁹ Ai sensi dell'art. 2, d.m. n. 139/1999, i soci che intendono esprimere il voto per corrispondenza effettuano il deposito delle azioni presso uno dei soggetti indicati nell'avviso di convocazione, i quali rilasciano un'attestazione in cui sono indicate le generalità del socio e il tipo di azioni di cui è titolare con la specificazione dei voti a cui esse danno diritto; per le azioni custodite in deposito accentrato presso la banca depositaria o presso sistemi di gestione accentrata, l'attestazione o la certificazione viene rilasciata ai soci rispettivamente dal depositario o dal sistema. Va detto peraltro che dopo la riforma del diritto societario il deposito in esame non è più obbligatorio, se non lo richiede lo statuto.

³⁴⁰ V. art. 5, d.m. n. 139/1999, che prevede la pubblicazione presso la sede sociale e su quotidiani indicati nello statuto.

In caso di non conformità tra la delibera sottoposta alla votazione dell'assemblea e quella precedentemente comunicata con l'avviso di convocazione, non si tiene conto del voto espresso per corrispondenza, mentre le relative azioni sono conteggiate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea straordinaria (art. 46, 2° comma, T.U.). La disposizione, già contenuta nell'art. 5, 3° comma, del d.lg. n. 84/1992 e ora recepita senza variazioni dal Testo Unico, non andava esente dalle critiche della dottrina, la quale rilevava come, allo scopo di neutralizzare voti espressi per corrispondenza, in ipotesi sgraditi alla maggioranza, sarebbe stato sufficiente agli amministratori sottoporre all'assemblea proposte di delibera volutamente non conformi al testo in precedenza comunicato³⁴¹. Il regolamento ministeriale si è fatto carico di tali osservazioni, prevedendo che, in caso di modifica o integrazione delle proposte, il socio che abbia in precedenza manifestato il voto a distanza e non lo abbia revocato ha facoltà di esprimersi sul punto, facendo pervenire alla società una nuova scheda entro dieci giorni dalla pubblicazione della delibera³⁴². Qualora l'esito della votazione non muti, ancorché si modifichi il numero dei voti favorevoli o contrari o delle astensioni, la proposta si intende approvata o respinta nel momento in cui si è conclusa la votazione da parte dei soci presenti all'assemblea; in caso contrario, la proposta di delibera si intende approvata o respinta il giorno successivo alla scadenza di tale termine e si procede *ex novo* alla pubblicazione del mutato esito della delibera³⁴³. La disciplina in esame³⁴⁴ circoscrive dunque l'ambito d'operatività del 2° comma dell'art. 46 T.U. alla sola ipotesi che, successivamente alla delibera assem-

³⁴¹ V. sul punto COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 445 e s.; ROPPO, *Le società di investimento a capitale variabile (Sicav): prime considerazioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 689 e ss.; PALLINI, *Art. 46*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 356 e s.

³⁴² Evidentemente si è ritenuto che il divieto assoluto di mutare in assemblea i termini della proposta (MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 741) avrebbe determinato un eccessivo irrigidimento della procedura deliberativa ed il sostanziale svuotamento della discussione, proprio a svantaggio delle minoranze che l'istituto si prefigge di tutelare.

³⁴³ Art. 6, d.m. n. 139/1999.

³⁴⁴ Che presenta elementi comuni a quella delle società quotate di cui al Regolamento Consob n. 11971/99, ove appunto si prevede che, in caso di modifica o integrazione della delibera, il socio possa ancora manifestare la propria volontà, scegliendo tra l'astensione, il voto contrario e l'adesione alle proposte di voto espresse dal Consiglio di amministrazione o da altro azionista (art. 143, 3° comma) – v. sul tema PICARDI, *Art. 46*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 413 e ss.; per l'esame generale delle diverse possibili procedure adattabili all'esercizio del voto a distanza, v. S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997, pp. 144 e ss., p. 463; con riguardo alle società quotate CARCANO, *Art. 127*, cit., pp. 961 e ss.; FERRERO, *Art. 127*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, cit., pp. 158 e ss.

bleare su proposta modificata, i soci non si avvalgano della facoltà di manifestare nuovamente la propria volontà.

Le delibere dell'assemblea straordinaria che comportano modifiche dello statuto possono essere iscritte nel Registro delle Imprese solo a seguito dell'approvazione della Banca d'Italia (art. 47, 1° comma, T.U.), che s'intende concessa quando, entro quattro mesi dalla presentazione della domanda, non sia adottato provvedimento di diniego³⁴⁵. La verifica della Banca centrale ha ad oggetto l'osservanza della legge e dei regolamenti, similmente a quanto accade in sede di costituzione della società³⁴⁶.

Quanto ai profili contenutistici di tali delibere, assume particolare rilievo la previsione dell'art. 49, 1° comma, T.U., secondo la quale, testualmente, la Sicav non può trasformarsi in un organismo di investimento collettivo non soggetto al capo III del Titolo III del Testo Unico (che ap-

³⁴⁵ Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, Cap. III, par. 3 a seguito della modifica introdotta dal provvedimento 27-2-2008, ha limitato il termine in esame a novanta giorni.

Il 2° comma dell'art. 47 si limita a prevedere che la delibera sia inviata alla Banca d'Italia entro i quindici giorni successivi allo svolgimento dei lavori assembleari. Anteriormente alla riforma del d.lg. n. 6/2003, la dottrina tendeva a sminuire il senso letterale della previsione in esame, ove presuppone che la verifica della Banca Centrale segua il controllo omologatorio, ora demandato, almeno in prima battuta, alla competenza del notaio (art. 2436 c.c.), e sottolineava l'opportunità pratica che la società comunicasse la proposta di modifica statutaria all'Organo di vigilanza con un congruo anticipo rispetto alla data dell'assemblea. Diversamente, infatti, il lungo intervallo di tempo necessario ad integrare il silenzio-assenso ai sensi dell'art. 47, 1° comma, avrebbe rappresentato un ostacolo alla regolare prosecuzione del procedimento d'iscrizione, poiché il notaio rogante, verificata la sussistenza delle condizioni di legge, è comunque tenuto a dar corso agli adempimenti pubblicitari *entro trenta giorni* dalla verbalizzazione della delibera, tra l'altro provvedendo alla formale *allegazione* delle autorizzazioni richieste. In sostanza, l'assenza di un provvedimento autorizzativo, congiunta al mancato compimento del quadrimestre (o dei novanta giorni), avrebbe comportato il sistematico rifiuto di iscrizione da parte dello stesso notaio (PICARDI, *Art. 47*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., p. 417; MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 747). Oggi l'art. 223-*quater*, 1° comma, delle nuove disposizioni di attuazione del Codice Civile ha meglio coordinato le norme sopra richiamate, prevedendo che il termine di trenta giorni per l'iscrizione nel Registro delle Imprese decorra dal momento in cui l'originale o la copia autentica del provvedimento di autorizzazione è consegnato al notaio verbalizzante – è forse mancato il collegamento con l'ultima parte del 2° comma dell'art. 47 T.U., secondo cui il deposito della delibera nel registro delle imprese *ex art. 2436 c.c.* deve essere effettuato entro *quindici* giorni (e non trenta) dalla data di ricezione del provvedimento di approvazione.

³⁴⁶ Quindi anche in ordine al riscontro della sana e prudente gestione, secondo quanto previsto in linea generale dall'art. 5 T.U.: v. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 114; anche PICARDI, *Art. 47*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 416 e ss.

punto tratta delle Sicav). La poco lineare formula legislativa, mutuata dall'art. 12, 1° comma, del d.lg. n. 84/1992, ha dato adito a contrapposte interpretazioni. Parte della dottrina ha ritenuto che essa preveda un divieto assoluto di trasformazione della società³⁴⁷, traendo spunto principalmente dall'argomento letterale («la Sicav non si può trasformare in altro che una Sicav»). Con riferimento al previgente d.lg. n. 84/1992, invece, altri aveva proposto una ricostruzione meno rigorosa, ammettendo la trasformazione di una Sicav in fondo comune³⁴⁸ sul presupposto che l'omogenea attività dei due organismi d'investimento ne prefigurasse pure la contiguità causale e organizzativa. La tesi trovava un espresso riscontro nell'art. 1, 2° comma, dello stesso d.lg. n. 84/1992, che disponeva l'applicazione alle Sicav, in quanto compatibile, dell'art. 1, 10° comma, l. 23-3-1983, n. 77, norma che a sua volta consentiva la trasformazione interna tra gli organismi disciplinati dalle Direttive comunitarie 85/611/CEE e 88/220/CEE, vale a dire fondi comuni d'investimento mobiliare aperti, società a capitale variabile e fisso e *unit trusts*. Esclusa pertanto l'ammissibilità dell'evoluzione di un fondo comune o di una Sicav in altra società di diritto comune³⁴⁹, si riteneva possibile il passaggio trasformativo da fondi comuni a Sicav e viceversa.

Pare preferibile la ricostruzione più restrittiva, sia perché sussistono elementi di incompatibilità strutturale tra gli schemi organizzativi interessati³⁵⁰, sia perché sono stati abrogati gli artt. 1, 2° comma, d.lg. n. 84/1992 e 1, 10° comma, l. n. 77/1983, su cui si fondava l'opposta tesi, sia perché ora il Testo Unico riserva ambiti di operatività diversi alla Sgr, che può svolgere la gestione in forma collettiva e individuale, e alla Sicav, che ha come oggetto esclusivo l'investimento in monte del proprio patrimonio³⁵¹

³⁴⁷ Così SARALE, *Trasformazione e continuità dell'impresa*, cit., pp. 156 e ss.; anche SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 224, seppure dubitativamente; v. poi MARZOVILLO, *Art. 49*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 367.

³⁴⁸ MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 749; ROPPO, *Le società di investimento a capitale variabile (Sicav): prime considerazioni*, cit., p. 682; PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la Sicav*, cit., p. 364.

³⁴⁹ Neppure laddove la relativa delibera assembleare fosse adottata all'unanimità: MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 749.

³⁵⁰ Il passaggio dal modello statutario a quello contrattuale di gestione collettiva presuppone, all'evidenza, una novazione del rapporto intercorrente tra l'intermediario e gli investitori, che implica una definizione di interessi in parte diversa da quella che presuppongono gli artt. 2498 e ss. c.c.: v. sul punto, diffusamente, SARALE, *Trasformazione e continuità dell'impresa*, cit., pp. 161 e ss.

³⁵¹ Nello stesso senso sottolineano il parallelismo riscontrabile il tra divieto di trasformazione in esame e l'esclusività dell'oggetto sociale MARZOVILLO, *Art. 49*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 367; DI GIROLAMO, *Art. 49*, in *Commentario Campo-basso*, I, cit., pp. 429 e s.

– il che esplicitamente contraddice l'argomento dell'omogeneità funzionale dei due organismi.

Anche la fusione e la scissione presentano talune particolarità. In primo luogo, il divieto di trasformazione appena richiamato rende inammissibili operazioni, cui prendano parte una o più Sicav, che diano origine ad un organismo diverso da società d'investimento³⁵². Sul piano procedurale, poi, la legge assoggetta il progetto di fusione e scissione al preventivo esame della Banca d'Italia, che si pronuncia previa audizione della Consob (art. 49, commi 3° e 4°, T.U.)³⁵³. Per il resto, troveranno applicazione le norme dettate in via generale per le s.p.a. in quanto compatibili con lo statuto speciale della Sicav (art. 49, 2° comma, T.U.). Una rilevante differenza rispetto al diritto comune si riscontra nell'impossibilità di predeterminare il rapporto di cambio delle azioni, stante la continua variabilità del capitale sociale, onde il progetto di fusione o scissione per lo più si limiterà a fissare criteri e regole generali, utili alla sua successiva definizione³⁵⁴.

L'atto costitutivo e lo statuto della Sicav devono contenere l'indicazione delle cause di scioglimento e delle fasi in cui si articola l'attività liquidativa³⁵⁵. L'equazione tra capitale e patrimonio determina l'inapplicabilità della fattispecie estintiva conseguente alla riduzione del capitale al di sotto del minimo di legge (art. 2484, n. 4, c.c.), cui si sostituisce quella che opera quando il capitale variabile scenda sotto la soglia fissata dalla Banca d'Italia e tale permanga per oltre sessanta giorni (art. 48, 1° comma, T.U.)³⁵⁶. Tale causa dissolutiva non potrà essere evitata mediante la trasformazione della società³⁵⁷ per effetto del divieto posto dall'art. 49, 1° comma, T.U., sopra richiamato. Sempre per ragioni d'incompatibilità con la disciplina generale della riduzione del capitale, non opera la causa

³⁵² Parte della dottrina ritiene possibile che, alla fusione originante una Sicav, prendano parte anche soggetti diversi e che, con riguardo alla scissione di altra società, risulti beneficiaria una Sicav: DI GIROLAMO, *Art. 49*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 430 e s.; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 115; di opposto avviso, seppur dubitativamente, MARZOVILLO, *Art. 49*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., pp. 368 e ss.

³⁵³ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 449; con riguardo al controllo svolto dalla Consob, DI GIROLAMO, *Art. 49*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 432 e s.

³⁵⁴ Così MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 749; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 115.

³⁵⁵ Si ritiene sufficiente il mero richiamo delle disposizioni del codice civile, adatte alla disciplina speciale della Sicav: v. PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, I, cit., pp. 420 e s.; NICCOLINI, *Art. 11*, in *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 124 e s.

³⁵⁶ V. *supra* par. 13.

³⁵⁷ Secondo la tecnica indicata dall'art. 2447, ult. parte, c.c. (PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 422).

di scioglimento prevista dall'art. 2484, n. 5, c.c. in tema di liquidazione delle azioni del socio recedente *ex art. 2437 quater c.c.*

Le altre fattispecie estintive contemplate dall'art. 2484 c.c. risultano per lo più applicabili alla Sicav, pur con qualche precisazione. Così si ritiene non possa aver luogo lo scioglimento della società per decorso del termine, ove ciò pregiudichi gli interessi, anche di natura pubblicistica e dunque indisponibili, degli investitori; e la soppressione dei *quorum* costitutivi per l'assemblea ordinaria e per la seconda convocazione dell'assemblea straordinaria dovrebbe di fatto ridurre l'ambito di rilevanza della causa dissolutiva dovuta all'impossibilità di funzionamento dell'organo assembleare³⁵⁸.

Lo scioglimento della società può generare grande apprensione nei soci e indurli a richiedere in massa l'immediato rimborso delle proprie azioni, con il rischio di vanificare la successiva attività liquidativa³⁵⁹. A scongiurare tale evenienza, l'art. 48, 2° comma, T.U. dispone che l'emissione e il rimborso delle azioni siano sospesi dalla data in cui l'assemblea delibera lo scioglimento anticipato, il consiglio di amministrazione accerta il verificarsi della causa estintiva, o viene iscritto nel Registro delle imprese il provvedimento di nomina giudiziale dei liquidatori³⁶⁰, a seconda dell'evento che determina la fase dissolutiva.

L'art. 48, 3° comma, T.U. riserva la nomina dei liquidatori all'assemblea straordinaria; ove gli amministratori non procedano alla convoca-

³⁵⁸ Per ulteriori riferimenti R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 178; NICCOLINI, *Art. 11*, cit., pp. 126 e ss.; RECINE, SCIOTTI, *Art. 48*, in *Commentario Alpa e Capriglione*, cit., p. 485; PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 423.

³⁵⁹ COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 449 e s.

³⁶⁰ L'articolo 48, 2° comma, T.U. fa riferimento a un decreto presidenziale. In realtà, dopo la riforma del d.lg. n. 6/2003 l'emanazione di tale decreto è riservata alla competenza del Tribunale e non più del Presidente (v. art. 2487, 2° comma, c.c.). Da notare inoltre che il Testo Unico fa decorrere l'efficacia, ai fini della sospensione di emissioni e rimborsi, dal momento in cui le deliberazioni sono assunte e non dalla loro iscrizione nel Registro delle imprese – che dopo la riforma del 2003 rappresenta la regola generale (v. artt. 2484, 3° comma, e 2485, 2° comma, c.c.).

È discutibile se l'emissione di nuove azioni, decisa dagli amministratori e non funzionale alla liquidazione della società, costituisca violazione del dovere di agire "ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale" fissato dall'art. 2486 c.c. (v. R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 178, con riferimento al divieto di compiere nuove operazioni del previgente art. 2449 c.c.); più in generale, il rimborso delle azioni dovrebbe considerarsi inammissibile perché assorbito nella procedura di scioglimento della società (NICCOLINI, *Art. 11*, cit., p. 136). In proposito PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 424, sottolinea la piena compatibilità con la fase liquidativa della conversione delle azioni al portatore in nominative e viceversa.

zione dell'assemblea, in loro sostituzione vi provvede il Tribunale; ove poi l'assemblea convocata non si costituisca o non delibere, sempre il Tribunale assume le necessarie decisioni³⁶¹. Nella procedura di liquidazione assume un ruolo rilevante la Banca d'Italia, che, in virtù del rinvio operato dall'art. 48, 3° comma, T.U. all'art. 97, d.lg. n. 385/1993, può disporre direttamente la sostituzione dei liquidatori, se la procedura non si svolge con regolarità o speditezza³⁶², e può impartire ai medesimi direttive vincolanti circa lo svolgimento della loro attività³⁶³.

La delibera consiliare di accertamento della fattispecie dissolutiva e la delibera assembleare di anticipato scioglimento *ex art.* 2484, 3° comma, c.c. – non il decreto pronunciato dal Tribunale *ex art.* 2485, 2° comma, c.c.³⁶⁴ – vanno soggette ad un'ulteriore forma di pubblicità, da svolgersi a mezzo dei quotidiani indicati nello statuto, che si aggiunge a quella usuale presso il registro delle imprese (art. 48, 2° comma, T.U.). Sugli stessi quotidiani viene pubblicato il bilancio di liquidazione, previo esame della società di revisione (art. 48, 5° comma, T.U.). Entro dieci giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese, le delibere assembleari e consiliari di cui all'art. 2484 comma 3° e 4°, c.c. devono essere comunicate alla Banca d'Italia; le sole delibere consiliari sono trasmesse anche alla Consob.

A seguito dell'approvazione del bilancio finale, la banca depositaria procede, su istruzione dei liquidatori, al rimborso delle azioni. Compiuto il riparto dell'attivo, la procedura si chiude con la cancellazione della Sicav dal registro delle imprese e dall'albo tenuto presso la Banca d'Italia.

³⁶¹ L'art. 48, 3° comma, T.U. richiama infatti l'intero art. 2487 c.c. fatta eccezione per la lettera c) del 1° comma – di qui il dubbio se l'omesso rinvio renda inderogabile la competenza dell'assemblea straordinaria della Sicav in ordine alla designazione dei liquidatori (per riferimenti v. PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 424; NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, VII, 3, Torino, 1997, p. 450).

³⁶² In argomento v. RECINE, SCIOTTI, *Art. 48*, in *Commentario Alpa e Capriglione*, cit., p. 488; PALLINI, *Art. 48*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 365.

³⁶³ V. art. 48, 4° comma, T.U. Ciò non vale a trasformare la procedura in liquidazione coattiva, posto che all'Organo di vigilanza non spetta "la direzione della procedura e tutti gli adempimenti ad essa connessi", caratteristica dell'amministrazione straordinaria e dalla liquidazione coatta amministrativa (COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, pp. 449 e s.; PICARDI, *Art. 48*, in *Commentario Campobasso*, cit., p. 426).

³⁶⁴ Non è facile individuare la *ratio* di tale esclusione – probabilmente derivante dalla imprecisa riformulazione dell'art. 48 T.U., introdotta dall'art. 9.59 del d.lg. 6-2-2004, n. 37 in occasione della riforma del diritto societario: il vecchio testo dell'art. 48 T.U., infatti, rinviava ai commi 4°, 5° e 6° del previgente art. 2449 c.c., rispettivamente attinenti la delibera assembleare, quella consiliare nonché il decreto del Presidente del Tribunale.

16. *La gestione (rinvio); le deleghe.*

La Sicav, come detto, deve svolgere la propria attività conformandosi alle prescrizioni regolamentari dettate per i fondi comuni aperti³⁶⁵; ove il patrimonio sia investito in conformità ai più rigorosi parametri fissati dalle direttive comunitarie, saremo in presenza di una Sicav “armonizzata”, legittimata ad operare nel territorio dell’Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento³⁶⁶. Si rinvia pertanto alla trattazione che precede per i necessari riferimenti³⁶⁷.

L’organizzazione interna della società di investimento si caratterizza per la peculiare disciplina delle deleghe³⁶⁸. Il quadro normativo appare complesso: *a)* in primo luogo viene in evidenza la fattispecie dell’art. 43, 7° comma, T.U., l’unica contenuta nel testo originario della legge, secondo cui le Sicav possono genericamente delegare “poteri di gestione” del proprio patrimonio a Sgr armonizzate e non; *b)* va poi considerata la delega dell’art. 43-*bis* T.U.³⁶⁹, che una Sicav, specificamente autorizzata dalla Banca d’Italia in sede costitutiva, può rilasciare a favore di altra Sgr o società di gestione armonizzata, nominativamente individuate nello statuto, per la gestione dell’intero proprio patrimonio; *c)* infine, si deve richiamare l’art. 50 T.U., che al 1° comma³⁷⁰ dichiara applicabili alle Sicav che non demandino la gestione ad altra società ai sensi del precedente art. 43-*bis* T.U., la disciplina della delega di specifiche scelte d’investimento e di specifiche funzioni inerenti la prestazione del servizio, di cui all’art. 33, comma 3° e 4°, T.U.³⁷¹.

Tali figure di delega, che tendono a rendere più flessibile l’attività dell’Oicr e dovrebbero contribuire a contenere i costi di gestione³⁷², si inseriscono evidentemente nel più ampio sistema definito dal Testo Unico, che individua diverse forme di *outsourcing* nell’attività degli intermediari³⁷³. Il coordinamento delle norme appena sopra richiamate solleva peraltro alcuni dubbi. In base a una prima ricostruzione, fedele al dato testuale, la

³⁶⁵ V. *supra*, par. 5.

³⁶⁶ COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 446.

³⁶⁷ V. *supra*, par. 5.

³⁶⁸ Recentemente modificata a seguito dell’attuazione delle direttive comunitarie n.ri 2001/107/CE e n. 2001/108/CE: v. COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 446; v. anche *supra*, par. 1.

³⁶⁹ Inserito dall’art. 18 del d.lg. n. 274/2003.

³⁷⁰ Riformulato dall’art. 20 del d.lg. n. 274/2003.

³⁷¹ Sul tema v. *supra*, par. 8.

³⁷² Il rilascio della delega è funzionale alla riduzione dei costi di struttura, che nella Sicav incidono sui risultati di gestione (SZEGÖ, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 335).

³⁷³ V. *supra*, paragrafi 1. e 8.

Sicav potrebbe alternativamente valersi di tre diversi livelli di gestione delegata. La società infatti avrebbe facoltà di designare, con apposita previsione statutaria, altra Sgr o società di gestione armonizzata, deferendole la gestione dell'intero proprio patrimonio (art. 43-bis T.U.); potrebbe attribuire a intermediari abilitati *singole scelte di investimento* o *specifiche funzioni*, ai sensi dell'art. 33 T.U.³⁷⁴; avrebbe infine la possibilità di attribuire una *delega di poteri*³⁷⁵ ad altra Sgr, armonizzata o no, ai sensi dell'art. 43, 7° comma, T.U., senza formalizzare nello statuto il conferimento dell'incarico: delega parziale, dal momento che quella totale deve soddisfare le più stringenti condizioni previste dall'art. 43-bis.

Secondo una diversa tesi, si può sostenere che il d.lg. n. 274/2003 abbia ridefinito interamente il quadro normativo, individuando solo più due forme di delega: quella *totale* dell'art. 43-bis, e quella *parziale*, ex art. 50 (che rinvia all'art. 33), con il conseguente sostanziale svuotamento di contenuto dell'art. 43, 7° comma. L'interpretazione parrebbe avvalorata dal rilievo che il legislatore italiano, nel recepire le direttive comunitarie sopra richiamate, non è intervenuto su quest'ultima fattispecie per includervi gli altrimenti necessari riferimenti alle società armonizzate³⁷⁶. Sul piano contenutistico, la maggior ampiezza delle attribuzioni deferite ai sensi dell'art. 43-bis T.U.³⁷⁷ sembra giustificare la scelta legislativa di limitare il novero dei possibili destinatari dell'incarico ai soggetti abilitati alla gestione collettiva del risparmio, vale a dire le Sgr e le società di gestione armonizzata. Nell'ipotesi prefigurata dall'art. 33 T.U., invece, l'attività resta circoscritta all'ambito della consulenza e richiede un minor grado di specializzazione del delegato³⁷⁸. Sulla base dell'abrogazione tacita dell'art. 43, 7° comma, T.U., si potrebbe sostenere che la Sicav non sia autorizzata a delegare tutte le operazioni di investimento senza attribuire al delegato anche il potere di definire a monte le strategie di gestione dell'intero patrimonio della delegante, quasi che l'intermediario sia in grado di svolgere

³⁷⁴ L'art. 50, 1° comma, T.U. risolve in senso positivo il problema se una Sicav possa rilasciare deleghe ex art. 33, 3° comma – tema sul quale in precedenza si registrava discordanza di opinioni: per la tesi negativa v. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., pp. 106 e s.; per la tesi permissiva MIOLA, *Art. 33*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 302 e s., PICARDI, *Art. 43*, *ivi*, pp. 389 e s.

³⁷⁵ PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., pp. 267 e ss.; v. anche SZEGÖ, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 336.

³⁷⁶ V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 446 e s.

³⁷⁷ Il discorso vale anche per l'art. 43, 7° comma, T.U.

³⁷⁸ Che, per l'attività consultiva del 3° comma, il legislatore individua in altro intermediario autorizzato a prestare servizi di gestione di patrimoni: v. sul tema PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 389 e s.; diversamente RABITTI BEDOGNI, *Art. 43*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 459; SZEGÖ, *Art. 43*, in *Commentario Rabitti Bedogni*, cit., p. 336.

in modo soddisfacente il proprio incarico solo ove possa decidere autonomamente l'allocazione di tutte le risorse³⁷⁹.

In tale prospettiva, le due deleghe presentano sensibili differenze anche sul piano strutturale. Quella *ex art. 33 T.U.* è conferita dagli amministratori della Sicav allo scopo di soddisfare normali esigenze di *outsourcing* nelle funzioni di conduzione aziendale³⁸⁰ e appare riconducibile al contratto di mandato, onde all'organo amministrativo della società residua comunque un margine di competenza concorrente con le attribuzioni delegate³⁸¹. Nel caso dell'*art. 43-bis T.U.*, invece, la designazione nominativa della società esterna configura un elemento qualificante del procedimento di autorizzazione della Sicav, e deve essere recepita da apposita clausola dello statuto. L'organo amministrativo della società delegante resterà dunque privo di competenza in ordine all'attività di gestione³⁸².

³⁷⁹ Sembrano comunque escluse dall'ambito d'operatività della delega dell'*art. 43 bis* le competenze afferenti all'organizzazione e al funzionamento della società, analogamente a quanto si ritiene avvenga per la delega dell'*art. 43, 7° comma, T.U.* [in argomento v. RICCI, *Art. 7*, in *Le società di investimento a capitale variabile (commento al d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84)*, cit., p. 87].

³⁸⁰ MONTALENTI, *La traslazione dei poteri di gestione nei gruppi di società: i "management contracts"*, cit., pp. 436 e ss.

³⁸¹ Considerazioni analoghe valgono per l'*art. 43, 7° comma, T.U.* (sempre che non lo s'intenda implicitamente abrogato): ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 105; PICARDI, *Art. 43*, in *Commentario Campobasso*, cit., pp. 388 e s.

³⁸² Sulla disciplina anteriore al Testo Unico [in particolare, l'*art. 2, 3° comma, lett. b)* d.lg. n. 84/1992, ove si prevedeva l'obbligatoria indicazione nello statuto della Sicav del soggetto delegato], v. R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 170; PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la Sicav*, cit., p. 363; BAGLIONI (NOBILI), *Commento al d.lgs. 84/1992*, in *Nuove Leggi Civ.*, 1993, p. 1372; RICCI, *Art. 7*, cit., p. 85; con diversa impostazione MARCHETTI, *Appunti sulle Sicav*, cit., p. 742.