

Quaderni giuridici

# Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi

*S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

17

settembre 2018

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Marchesi Grafiche Editoriali Spa (Roma)

[www.marchesigrafiche.it](http://www.marchesigrafiche.it)

## **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

**t** 06.8477.1

**f** 06.8477612

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi

S. Alvaro\*, F. Annunziata\*\*

## Abstract

Negli ultimi anni è cresciuto il peso degli organismi di investimento collettivo del risparmio nel capitale delle società. L'armonizzazione della disciplina europea – arricchitasi, da ultimo, con la Direttiva AIFM – ha ampliato gli spazi di operatività degli OICR, ed introdotto nuove regole applicabili, tra gli altri, agli organismi riservati ad investitori professionali e, in tale contesto, agli OICR di *private equity*. La notevole varietà di forme organizzative e di tipologie di OICR riscontrabili negli Stati membri ha comportato, sul punto, un approccio tendenzialmente neutro da parte del legislatore europeo: negli Stati UE, gli OICR si presentano con forme articolate e diverse e la disciplina europea non ha inteso imporre una o più soluzioni specifiche. Quando le forme degli OICR sono riconducibili a schemi consolidati, ricavabili dalla disciplina di diritto comune (ad esempio, la società per azioni), tali schemi sono modificati ad opera della disciplina speciale, al fine di adattarsi al modello *generale* di organismo di investimento collettivo. Quando gli OICR assumono forme diverse (come è, in Italia, il fondo comune di investimento) la disciplina speciale risulta a tratti lacunosa, trascurando spesso questioni fondamentali come, ad esempio, quelle che attengono alla soggettività dei fondi comuni. La struttura, e il *modus operandi* degli OICR pongono anche questioni che investono altri settori della disciplina del mercato finanziario (intesa in senso lato). Tra di esse assumono rilievo quelle che attengono alla sovrapposizione, tra (da un lato) gestione collettiva e disciplina degli emittenti quotati, e (dall'altro lato) tra gestione collettiva e regole di vigilanza prudenziale applicabili all'impresa che ne forma oggetto di investimento. Sono questi i due temi nei quali si articola il Quaderno. Sul piano del rapporto tra gestione collettiva, ed emittenti quotati, i punti di tensione emergono in quanto la disciplina degli emittenti, nei suoi profili maggiormente qualificanti, è concepita avendo riguardo al modello della società per azioni. La disciplina della gestione collettiva regola, invece, l'OICR in quanto *intermediario*, trascurando di considerarlo alla stregua (anche) di un possibile *emittente* (nell'accezione in cui questo termine è utilizzato nella materia delle società quotate). L'OPA, le partecipazioni rilevanti al capitale degli emittenti, e buona parte delle norme – spesso di matrice comunitaria – formulate dal TUF (in materia di controllo, di gruppo, di conflitti di interesse, di *governance*, di diritti di voto in assemblea, di voto di lista, ecc.) sono dettate avendo come riferimento il modello della società per azioni: quando l'OICR ha forma contrattuale la loro applicazione solleva evidenti complessità. Quanto all'acquisto di partecipazioni qualificate al capitale di banche (o, in genere, di intermediari soggetti a vigilanza), la prospettiva tipicamente finanziaria nella quale opera l'OICR deve combinarsi con la necessità di assicurare il rispetto delle regole prudenziali dell'impresa *target*; al contempo, l'applicazione di queste ultime deve tenere in considerazione la natura del tutto peculiare di un siffatto partecipante (qualificato) al capitale della banca, e degli interessi che esso persegue. Ne consegue un effetto di ibridazione tra modelli di regolamentazione, che porta, se non proprio a modificare, quantomeno a leggere diversamente alcuni degli assunti fondamentali che connotano i due settori e che solleva questioni per molti versi nuove e dense di implicazioni.

JEL Classifications: K2, G1.

Keywords: Fondi alternativi di investimento – OICR – Gestione collettiva – Disciplina emittenti.

\* Responsabile Ufficio Studi Giuridici, Divisione Studi Consob. \*\* Professore di Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari nell'Università L. Bocconi di Milano. Si ringraziano i Professori Renzo Costi e Piergaetano Marchetti per le osservazioni e gli utili commenti forniti. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

# Indice

Prefazione	5
1. Le partecipazioni di un FIA riservato ad investitori professionali in una società quotata e in altri fondi	11
1.1 Dal sistema bancario ombra alla Direttiva europea sui gestori di fondi di investimento alternativi	11
1.2 Le regole che sovrintendono l'acquisto di una partecipazione rilevante in una società quotata da parte di un fondo comune di investimento armonizzato aperto (UCITS) e da parte di un fondo di investimento alternativo riservato (FIA)	15
1.3 Le problematiche generali connesse alla partecipazione di un fondo di investimento alternativo in una società quotata	21
1.4 Le offerte pubbliche di acquisto volontarie di quote di fondi comuni di investimento chiusi immobiliari	25
1.5 Un caso particolare: l'opa sulle quote di un fondo lanciata da un altro fondo comune gestito dalla stessa SGR che gestisce l'emittente	27
2. OICR di private equity e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?	32
2.1 Il problema	32
2.2 La prospettiva della disciplina della gestione collettiva: OICR e partecipazioni di controllo dalla UCITS alla AIFMD	38
2.3 Il problema riguardato dalla prospettiva della disciplina delle banche	44
2.4 I punti qualificanti che risultano dall'incrocio tra le due discipline	51
2.5 Considerazioni conclusive	54
3. Conclusioni ed implicazioni di <i>policy</i>	57
Bibliografia	61

# Prefazione

Mario Stella Richter jr\*

1. Secondo alcune indagini piuttosto accurate<sup>1</sup>, nel 2004 il valore dei patrimoni gestiti (*asset under management*)<sup>2</sup> ammonta complessivamente a 37,3 di migliaia di miliardi di dollari americani. Tale somma negli anni successivi è costantemente cresciuta, senza mai soffrire flessioni: USD 59.4 mila miliardi nel 2007; 63,9 nel 2012; 71,9 nel 2013; 78.0 nel 2014<sup>3</sup>; 78,7 nel 2015; 84,9 nel 2016. E ciò malgrado la grande crisi del 2007-2009<sup>4</sup>.

Questa rilevante progressione rispecchia un altrettanto cospicuo aumento: quello rappresentato dalla crescita della ricchezza dal lato degli investitori e cioè dei clienti (attuali o potenziali) della industria del risparmio gestito. Nel 2004 il valore complessivo dei patrimoni suscettibili di essere investiti ammontava a 120,9 migliaia di miliardi di dollari. Nel 2007 era cresciuto a 159.7 mila miliardi, nel 2012 a 175.1, nel 2015 a 202.3 e nel 2016 a 214.6.

Anche un terzo dato, direttamente desumibile dai primi due, mi pare assai significativo ai fini del nostro discorso: la quota di ricchezza gestita dalla industria del risparmio gestito è cresciuta in modo più che proporzionale all'aumento della ricchezza investibile. Nel 2004 essa rappresentava il 30.9% della ricchezza complessiva; nel 2016 gli *asset under management* erano divenuti il 39.6% di quegli investibili.

Non pare che questa triplice tendenza (aumento della ricchezza; aumento degli *asset under management*; aumento della quota degli *asset under management* sulla ricchezza investibile) sia destinata a modificarsi nel medio periodo.

\* Ordinario di diritto commerciale nell'Università degli studi di Roma "Tor Vergata".

1 Dati elaborati dal PwC AWM Research Centre, sulla base di quelli tratti dalle seguenti fonti: Lipper, ICI, Prequin, Hedge Fund Research, EFAMA, City UK, Insurance Europe, Financial Stability Board, Credit Suisse, Towers Watson, OECD e World Bank. Cfr. PwC, *Asset Management 2020: Taking Stock*, in *Asset & Wealth Management Insights*, May 2017, spec. p. 5; Id., *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, s.l., 2017, spec. p. 6 s.

2 Con tale espressione intendendosi i patrimoni gestiti da tutti i tipi di gestori di patrimoni (*asset and wealth managers*) nel mondo.

3 Più che raddoppiandosi, dunque, nel giro dieci anni

4 Alla crescita a livello globale ha fatto riscontro una crescita anche su base regionale, anche se in Europa in modo meno marcato rispetto alle altre aree. In Europa gli *asset under management* sono aumentati nella misura seguente: nel 2004, USD 12,9 migliaia di miliardi; nel 2007, USD 21; nel 2012, USD 19,7; nel 2016, USD 21,9 mila miliardi.

Alcuni studi stimano che nel 2020: la ricchezza investibile sarà pari a 284,4 migliaia miliardi di dollari<sup>5</sup>; gli *asset under management* pari a 112,0 migliaia miliardi di dollari; e, quindi, la incidenza dei secondi sul primo pari al 39,4%<sup>6</sup>. I due quinti di tutta la ricchezza investibile sarà gestito dagli *asset and wealth managers*.

Analoghe valutazioni sono fatte con riferimento ad un periodo più lungo: nel 2025, la ricchezza investibile potrebbe ammontare a 345 migliaia di miliardi di dollari, gli *asset under management* a 145,4 migliaia miliardi di dollari, con una conseguente incidenza del 42,1%<sup>7</sup>.

2. È da questi dati economici che bisogna partire per comprendere la ragione della incessante e profonda modificazione che sta subendo – non solo, evidentemente, in Italia – la disciplina del risparmio gestito. Sono questi dati che giustificano la espansione del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, la diversificazione delle sue specie e la esplosione delle sue forme di utilizzazione.

Inoltre, è la stessa crescita dei numeri, delle dimensioni della industria, delle masse gestite che ha spinto e spinge ad applicare al risparmio gestito, in forme sempre nuove e con prospettive economiche e aziendaliistiche ancora da precisarsi, le innovazioni tecnologiche e informatiche. La tecnologia ridisegna così, in modo profondo e radicale, non solo l'intero mercato dell'*asset management* e le modalità di organizzare tutte le fasi della filiera di questa industria, ma poi anche lo stesso panorama dei rischi tipici di quel tipo di impresa, con la emersione in posizione centrale dei c.dd. *cyber risks*. Da qui dipende e discende la indubbia rilevanza dei profili che genericamente di riconducono alla formula, di moda ma espressiva, del *Fintech*. Intelligenza artificiale, robotica, *big data* e *blockchain* stanno mutando e sempre più rivoluzioneranno le modalità di svolgimento delle attività della gestione del risparmio, non solo sul fronte della offerta del servizio e delle attività nei confronti del pubblico dei risparmiatori ma anche su quello dei rapporti e delle relazioni tra gestori e imprese nelle quali i patrimoni in gestione sono investiti.

3. A loro volta tutte le suddette trasformazioni sollevano ormai insistentemente una miriade di questioni giuridiche che apparivano assolutamente marginali, se non anche inesistenti, quando del risparmio gestito in Italia e in Europa si sperimentavano i primi tentativi di specifica disciplina legislativa: sembra che da allora siano trascorse ere, ma in realtà non si tratta che di pochissime decine di anni.

5 La previsione è essenzialmente basata sulla crescita del prodotto interno lordo.

6 Cfr. PWC, *Asset Management 2020: A Brave New World*, 2014; Id., *Asset Management 2020: Taking Stock*, cit.

7 PWC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, cit., p. 6 s.

Le questioni attuali compongono ormai una area problematica oltremodo vasta e direi neanche compiutamente censita. Ed è in questo spazio che si collocano, in posizione certamente non marginale, le questioni oggetto di questo *Quaderno*.

A ben vedere sono quegli stessi fenomeni economici di crescita e di trasformazione della ricchezza finanziaria che sono alla base del profluvio di interventi normativi e regolatori che hanno interessato il settore del risparmio gestito a livello internazionale, a livello transnazionale e a livello nazionale.

Come opportunamente ricordato al principio dello studio uno dei principali filoni della recente regolazione è rappresentato dal tentativo di disciplinare, in ottica macroprudenziale, il c.d. *Shadow Banking System*, ossia quel complesso di intermediari (quali, ad esempio, *loan-originating fund*, *hedge fund*, fondi di *private equity*, fondi di *venture capital*, fondi immobiliari, *commodity fund*, *money market fund*, fondi infrastrutturali, e via discorrendo), i quali operano, nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito alle imprese, parallelamente rispetto al sistema creditizio, ma senza farvi parte.

Ovviamente, si è avvertita la stringente necessità di disciplinare questa attività, già a livello internazionale, per la rilevanza economica del fenomeno, che in molte aree geografiche (ad iniziare dall'Europa) ha sopravanzato per dimensioni il sistema bancario tradizionale.

Più in generale, si è assistito, quantomeno nell'Unione Europea, alla edificazione di un secondo pilastro della disciplina della gestione collettiva che provasse a regolare, nella prospettiva del soggetto e non del prodotto, quella ormai vasta e varia realtà di gestori rappresentati da tutto quello che non rientrasse nell'universo degli *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (Ucits)*: dai fondi *hedge*, fondi di *private equity* e di *venture capital*, fondi di crediti, fondi immobiliari, ecc. Tale secondo pilastro, dedicato appunto ai così detti "Fondi di investimento alternativi" (Fia), risulta – appena il caso di qui specificarlo – largamente composto da "soggetti" vocati a realizzare investimenti rappresentati anche o soprattutto da partecipazioni di controllo in società e che comunque sono essenzialmente svincolati dalle rigide logiche della diversificazione nell'investimento.

Questo nuovo filone di interventi normativi ruota intorno alla Direttiva 2011/61/UE: la ben nota *Alternative Investment Fund Managers Directive (Aifmd)*, la quale adopera un approccio specifico per disciplinare organizzazione e condotte di tutti quei soggetti che si identificano in negativo per il fatto di non gestire prodotti rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive della "famiglia Ucits".

E tuttavia i principi e i criteri direttivi della Aifmd non esauriscono, neanche sul piano delle fonti di diritto europeo, la complessa trama di interventi che attengono alla sfera della gestione alternativa. Una serie di provvedimenti normativi attengono a particolari fondi di investimento alternativi specializzati. Penso, ad esempio, ai regolamenti europei relativi ai fondi europei per il *venture capital* (Euveca), ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (Eusef) e ai fondi europei a lungo termine (Eltif). E penso pure al recentissimo Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (Fcm).

4. In questa prospettiva le diverse tematiche trattate nel *Quaderno* hanno diversi punti di contatto.

Il tema trattato nel capitolo secondo è, a ben vedere, diretta conseguenza dello sviluppo e della espansione in molteplici direzioni della industria del risparmio gestito. In particolare, si muove dalla constatazione della crescente presenza nel capitale delle banche, di fondi di *private equity* quali detentori di partecipazioni qualificate o anche di controllo è in via di assai significativa crescita.

Anche nel primo capitolo ci si interroga su di una serie di problemi che diventano rilevanti a seguito della crescita della realtà economica del risparmio gestito. Questa parte del *Quaderno* ha un oggetto composito, una duplice anima. Da un lato, si riflette sui problemi peculiari che si pongono quando un *asset manager* gestisce una partecipazione sociale di maggioranza o di controllo per conto di un fondo di investimento (alternativo) dallo stesso gestito. Dall'altro, e con approccio più analitico, si studiano le peculiarità di una offerta pubblica di acquisto sulle quote di fondi comuni: una operazione – appena il caso di rilevarlo – volta ad ottenere la maggioranza, se non anche la totalità di quegli strumenti finanziari (dove il parallelismo tra il controllo della società e il "controllo" del fondo).

5. La lettura del *Quaderno* suggerisce – o quantomeno a me ha suggerito – nuove prospettive di osservazione della realtà dei fondi comuni di investimento e di ulteriore indagine sui nuovi problemi giuridici che questa realtà pone.

Per un verso, la radicale e profonda trasformazione dei numeri, della estensione, della rilevanza e della articolazione della industria del risparmio gestito impone di ripensare i rapporti tra le diverse anime del mercato finanziario. La visione tradizionale della gestione del risparmio, intesa come attività subalterna alle sorelle



maggiori rappresentate dalle attività bancarie e assicurative, è largamente superata dalla realtà economica. Il risparmio gestito è ormai uscito dal cono d'ombra che su di lui proiettavano banche e assicurazioni. Semmai sono le attività di gestione del risparmio ad avere oggi conquistato il centro della scena finanziaria e a rappresentare il momento espansivo e la porzione maggiormente profittevole delle attività finanziarie in generale.

Per altro verso, mi pare che sia giunto il momento di sforzarci di adeguare in maniera stabile il nostro modo di considerare il diritto delle società e le questioni di governo dell'impresa, quantomeno delle società aperte. Va superata la pur naturale tendenza a ragionare come se il tipico socio delle società aperte sia una persona fisica o un soggetto collettivo (una persona giuridica) portatore di un "interesse proprio" (qualsiasi cosa ciò possa voler dire nel caso della società); si deve invece, quantomeno in una interpretazione basata sul metodo tipologico, avere costantemente presente che gli investitori, gli azionisti e, non di rado, anche i soci di riferimento e di controllo sono oggi essenzialmente fondi: patrimoni autonomi gestiti in (tendenziale) autonomia da gestori professionali e istituzionali nell'interesse di altri e con logiche e politiche strutturalmente diverse da quelle del singolo investimento.

In altre parole, il *fondo come socio* non pone solo problemi di disciplina della condotta di colui che lo gestisce, ma impone di interpretare in modo più adeguato alla rilevanza del fenomeno la disciplina degli emittenti, la loro *corporate governance* e il diritto dei mercati finanziari.



# 1 Le partecipazioni di un FIA riservato ad investitori professionali in una società quotata e in altri fondi

## 1.1 Dal sistema bancario ombra alla Direttiva europea sui gestori di fondi di investimento alternativi

La crisi economica e finanziaria del 2007-2008 ha rappresentato per gli economisti e per i regolatori un punto di svolta per la comprensione della struttura interna e del funzionamento del sistema finanziario, delle sue interdipendenze su base globalizzata e dei suoi legami con il resto dell'economia. Se, infatti, sino a quel momento la regolamentazione e la vigilanza miravano essenzialmente alla protezione del consumatore, del depositante e dell'investitore attraverso regole che perseguivano l'obiettivo di garantire la stabilità del singolo intermediario (oltre che la trasparenza e la correttezza dei suoi comportamenti) in una prospettiva "micro-prudenziale", con la crisi finanziaria l'attenzione dei politici e dei regolatori si è volta a considerare anche un'altra prospettiva: quella dei rischi sistemici e degli effetti negativi che gli stessi possono avere sulla crescita economica e sui conti pubblici, ossia una prospettiva "macro-prudenziale" <sup>1</sup>.

Questa nuova prospettiva ha determinato altresì l'insorgere del convincimento - prima, nell'ambito del G20<sup>2</sup> e, poi, all'interno di tutti i principali paesi ad economia avanzata - circa la necessità, tra le altre cose, di estendere il perimetro della regolamentazione e della vigilanza finanziaria al c.d. sistema bancario ombra (*shadow banking system*), ossia a quel sistema che, essendo oggi in Europa più grande del sistema bancario tradizionale<sup>3</sup> e svolgendo un'attività di intermediazione quasi-bancaria al di fuori delle regole dettate per il sistema bancario tradizionale, genera rischi di natura para-bancaria ("*bank-like risks*") in grado di innalzare il rischio sistemico in modo difficilmente percepibile e comunque foriero di conseguenze imprevedibili.

- 1 Per una rassegna della dottrina si veda S. Alvaro, G. Siciliano, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipano ai mutui sub-prime*, Consob, Quaderni Giuridici, n. 10, luglio 2016.
- 2 È sostanzialmente a partire dal novembre 2010 che i *leaders* del G20 riuniti a Seoul - dopo avere completato le nuove regole di capitalizzazione delle banche (Basilea III) - si sono volti a considerare lo *shadow banking* richiedendo al Financial Stability Board, in collaborazione con altri *standard setting* internazionali, di sviluppare raccomandazioni per rafforzare la vigilanza e la regolamentazione dello *shadow banking system* (cfr. *The Seul Summit Document*, Novembre 2010, par. 41). Nella propria risposta del 27 ottobre 2011 sul rafforzamento della vigilanza e della regolamentazione del sistema bancario ombra, il FSB ha evidenziato come il fallimento di entità del sistema bancario ombra avrebbe potuto comportare un rischio sistemico, sia direttamente che tramite la loro interconnessione con il normale sistema bancario, e che una loro minore regolamentazione rispetto al settore finanziario avrebbe potuto spingere una parte consistente delle attività bancarie proprio verso lo *shadow banking system*. Gli stessi rischi sono stati evocati anche dal Parlamento Europeo nella propria *Risoluzione del 20 novembre 2012 sul sistema bancario ombra* (2012/2115(INI)). Si veda sul tema: E. Gualandri - M. Noera, *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in *Lo stato della finanza - Scritti in onore di Marco Onada*, (a cura di C. Bisoni, E. Gualandri, A. Landi, G. Lusignani), Bologna, 2014, p. 15.
- 3 Nel proprio Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System del 7 settembre 2016 il Joint Committee of the European Supervisory Authority (ESA) ha affermato che in Europa le attività amministrative dallo *shadow banking* hanno raggiunto i 28 mila miliardi di euro, una cifra superiore a quella dell'intero sistema bancario dell'Unione (cfr. <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC%202016%2047%20RSC%20-%20Joint%20Risk%20Report%20-%20Autumn%202016%20-%20Public.pdf>). Nello stesso rapporto si legge anche che alla fine del 2015 i fondi di investimento e i fondi alternativi possedevano asset emessi dai fondi monetari e dalle società veicolo finanziarie per oltre 7.400 miliardi di euro.

Secondo la definizione del Financial Stability Board (di seguito "FSB"), lo *shadow banking* consiste in "ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale"<sup>4</sup> (quali risparmio gestito, fondi monetari, *hedge funds*, fondi di *private equity*, fondi immobiliari, *commodity funds*, fondi monetari, fondi infrastrutturali, società finanziarie in genere, ecc.), ossia un tipo di intermediazione che opera parallelamente rispetto al sistema creditizio nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito alle imprese. Il sistema bancario ombra, non essendo sottoposto ai rigidi requisiti patrimoniali e di vigilanza previsti per le banche, in ragione dei suoi stretti legami con il settore finanziario regolamentato, come detto, comporta rilevanti rischi sistemici<sup>5</sup> oltre che possibili arbitraggi regolamentari consistenti nello spostamento di attività dal settore regolamentato allo *shadow banking*.

Questi soggetti, infatti, – diversamente dalle banche tradizionali che si finanziano prevalentemente attraverso i depositi e hanno accesso, se necessario, alla liquidità della banca centrale – raccolgono capitali attraverso il mercato, esponendosi così ad una potenziale carenza di liquidità e ad un conseguente rischio di dovere vendere forzosamente e a prezzi ridotti le attività in portafoglio o di dover chiedere supporto alle entità "*sponsor*", nonché al rischio (di natura bancaria e di possibile portata sistemica) consistente nell'elevata trasformazione delle scadenze e della liquidità e nell'uso eccessivo della leva finanziaria<sup>6</sup>.

L'azione dell'Unione Europea in tema di *shadow banking* è consistita essenzialmente nel dare seguito alle indicazioni fornite nell'ambito del citato G20 (tenendo comunque in considerazione le successive raccomandazioni elaborate, da ultimo, dal FSB nel citato documento *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*, del 27 ottobre 2011<sup>7</sup>).

Per quanto riguarda specificatamente il settore del risparmio gestito il legislatore europeo è intervenuto per la prima volta con la Direttiva UE 2011/61<sup>8</sup> del 8 giugno 2011 *sui gestori di fondi di investimento alternativi* (c.d. Direttiva AIFM<sup>9</sup>) per sottoporre a disciplina uniforme tutti i *gestori* dei fondi di investimento collettivo alternativi (c.d. GEFIA), per tali intendendosi tutti gli organismi di investimento collettivo diversi rispetto a quelli disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV).

4 Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 ottobre 2011, secondo il quale nel 2010 il valore dello *shadow banking* era pari a 60 mila miliardi di dollari americani.

5 Sul punto si veda G. Gasparri, I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario, *Consob, Quaderni Giuridici*, n. 12, settembre 2017.

6 Sul punto si veda anche J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J.N. Gordon, G. Mayer, J. Payne, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 433 e ss.

7 L'Unione Europea in materia di *shadow banking* ha, prima, pubblicato il Libro Verde "Sistema bancario ombra" del 19 marzo 2012, e, poi, la Comunicazione della CE sul sistema bancario ombra "Affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario" del 4 settembre 2013.

8 Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, in G.U. Unione Europea 1 luglio 2011.

9 Acronimo inglese che indica gli Alternative Investment Fund Managers.

La Direttiva si applica infatti ai gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. GEFIA) che gestiscono tutti i tipi di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) a prescindere dalle modalità giuridiche o contrattuali in base alle quali è stato loro attribuito l'incarico (i Fia non possono gestire OICVM in base all'autorizzazione ottenuta con la Direttiva AIFMD). L'articolo 4, paragrafo 1, lett. a) della Direttiva AIFM definisce i FIA come "gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: (i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e (ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE".

Con tale Direttiva è stato creato per la prima volta un quadro regolamentare armonizzato a livello europeo dei gestori di fondi alternativi aventi un patrimonio gestito superiore ad una predeterminata soglia<sup>10</sup>; vigilanza che si fonda sui principi dell'*home country control* e di "passaportazione" delle autorizzazioni nazionali in caso di operatività transfrontaliera.

In estrema sintesi la normativa si volge a considerare e disciplinare solo i *soggetti* che gestiscono i fondi o commercializzano OICR alternativi, ossia la loro organizzazione, le modalità di svolgimento dell'attività di gestione e i vincoli alla natura dei beni oggetto di investimento<sup>11</sup>. La Direttiva AIFM - diversamente dalla Direttiva Oicvm<sup>12</sup> - non si occupa dei *prodotti gestiti*, ossia della struttura del portafoglio del fondo (strumenti o contratti finanziari, merci, beni immobili, opere d'arte, ecc.), né dei vincoli alla natura e all'entità dei beni oggetto degli investimenti, la cui disciplina è rimasta di competenza di ciascuno Stato membro<sup>13</sup>.

Stante la finalità della Direttiva di disciplinare tutti i gestori alternativi facenti parte del sistema bancario ombra, la nozione di fondo d'investimento "alternativo" ("FIA") è risultata molto ampia<sup>14</sup>. In questo modo si è potuto ricondurre all'interno

10 La Direttiva non si applica ai gestori i cui *asset under management* siano in totale di valore inferiore, rispettivamente, ai 100.000.000 euro per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria, ed ai 500.000.000 euro per gli OICR che non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni (v. art. 3 Direttiva AIFM).

11 Sull'impatto che la nuova disciplina ha avuto sul testo unico della finanza e sull'ampliamento della nozione di "gestore di diritto italiano" si vedano, per tutti, R. Lener e C. Petronzio, *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 41 e ss.

12 Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

13 Sul punto si veda anche A. Barattelli, *Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio: punti di contatto e differenza*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 15 e ss. e N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, third edition, 2016, p. 269 e ss.

14 I soli soggetti che non ricadono nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFM sono indicati nell'art. 2, paragrafo 3, della medesima Direttiva: (a) le società di partecipazione finanziaria di cui all'art. 4, par. 1, lett o) della Direttiva AIFM; (b) gli enti pensionistici aziendali o professionali che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE; (c) le istituzioni sopranazionali (come la Banca centrale europea); (d) le banche centrali nazionali; (e) i governi nazionali, regionali e locali e gli organismi o altre istituzioni che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici; (f) i regimi di partecipazione dei lavoratori o i regimi di risparmio dei lavoratori; (g) le società veicolo di cartolarizzazione. Anche l'ESMA è intervenuta nella materia per meglio delimitare

del perimetro della AIFMD tutta una serie di veicoli societari e non, quotati o non quotati, con caratteristiche molto diverse l'uno dall'altro (per struttura interna, ma anche per tecnica di investimento, strategia e mercati di riferimento) e che tradizionalmente gravitano fuori dalla gestione collettiva del risparmio di cui alla Direttiva UCITS, quali: *hedge funds* o fondi speculativi (aperti o chiusi), fondi chiusi di *private equity* (che comprendono i fondi di *venture capital*), fondi immobiliari, fondi aperti non armonizzati e non speculativi, fondi infrastrutturali, *commodity funds*, *specialized investment funds* (SIF) lussemburghesi, e società di investimento in capitali di rischio lussemburghesi, *partnership*, *real estate investment trust* (REITS), *unit trusts*, *investments companies* (IVCO), ecc.<sup>15</sup>.

Il quadro normativo europeo sui gestori dei fondi di investimento alternativi è stato completato, oltre che da una serie di misure di esecuzione della Direttiva AIFMD<sup>16</sup>, da una disciplina dedicata ai gestori di particolari fondi alternativi *sottosoglia*<sup>17</sup>. Si tratta dei Regolamenti (UE) n. 345 e 346 del 17 aprile 2013 relativi, rispettivamente, ai fondi europei per il *venture capital* e ai fondi europei per l'imprenditoria sociale<sup>18</sup> che dettano (sempre all'interno del quadro normativo deli-

la nozione di FIA contenuta nella Direttiva AIFM con un documento di consultazione dal titolo "Guidelines on key concepts of the AIFMD" (ESMA/2012/845) che ha portato al Final Report dell'ESMA "Draft Regulatory technical standards on types of AIFMs" (ESMA/2013/413).

- 15 In Italia il mercato dei FIA è sostanzialmente composto da tre categorie di fondi: i fondi immobiliari (nel nostro ordinamento sempre chiusi), i fondi mobiliari chiusi (*private equity* e *venture capital*) e i fondi speculativi (aperti e tipicamente fondi di *hedge*). Dai dati tratti dal database Prisma gestito dalla Banca d'Italia risulta che dal 2012 (primo anno di entrata in vigore della Direttiva AIFMD) al 2016 il patrimonio gestito dai fondi di diritto italiano 'residuali' ossia diversi sia dagli UCITS che dai FIA, si è ridotto in termini percentuali dal 19,4 % al 3,5% rispetto al totale degli AUM di tutti i fondi di diritto italiano. Viceversa il patrimonio gestito da tutti i fondi comuni aperti di diritto italiano (UCITS e FIA) negli stessi anni è notevolmente aumentato, passando da 149,3 a 235,7 miliardi di euro (con un incremento del 58%). Al tempo stesso però anche il numero di FIA di diritto italiano dal 2012 al 2016 è sceso da 120 a 52 ed il relativo patrimonio gestito è sceso dal 4,6% all'1,6% del totale. Per una completa classificazione dei fondi comuni dopo la Direttiva AIFM si veda: F. Annunziata, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 337 e ss.
- 16 Il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, i Regolamenti di implementazione (UE) n. 447 e 448 del 15 maggio 2013 ed il Regolamento delegato (UE) n. 694/2014, cui sono seguite altresì le *guide-lines* dell'ESMA "on Key-concept of the AIFMD" (ESMA 2013/611).
- 17 Ossia dei fondi il cui controvalore, come detto, è inferiore a euro 500 milioni per i portafogli privi di leva finanziaria e di euro 100 milioni per i portafogli con leva finanziaria.
- 18 In Italia la Direttiva AIFM è stata recepita con il D. Lgs. 4 marzo 2014 n. 44 (modificativo del TUF) e con i seguenti ulteriori provvedimenti:
  1. Il Decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze 5 marzo 2015, n. 30 recante "Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani" entrato in vigore il 3 aprile 2015;
  2. il Provvedimento congiunto Banca d'Italia - Consob recante "Modifica del Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento 29 ottobre 2007 e successive modificazioni" entrato in vigore il 3 aprile 2015;
  3. il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 recante "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" entrato in vigore il 3 aprile 2015;
  4. la Delibera Consob 8 gennaio 2015 n. 19094 recante "Modifiche ai regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernenti la disciplina degli emittenti e degli intermediari adottati rispettivamente con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni" che si applica dal 3 aprile 2015;

neato dalla Direttiva AIFM per i *soggetti*) una disciplina speciale ed armonizzata a livello comunitario per i *prodotti* e caratterizzata dall'introduzione di limiti all'investimento, alla composizione del patrimonio degli OICR gestiti e alla modalità di gestione. Ad essi si è più recentemente aggiunto anche il Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine volto alla raccolta e all'impiego di capitali per finanziare le piccole e medie imprese e attività materiali quali progetti infrastrutturali o di ingegneria industriale che promuovano l'innovazione e la competitività<sup>19</sup>.

## 1.2 Le regole che sovrintendono l'acquisto di una partecipazione rilevante in una società quotata da parte di un fondo comune di investimento armonizzato aperto (UCITS) e da parte di un fondo di investimento alternativo riservato (FIA)

La Direttiva AIFMD ha tenuto conto di quella che è sempre stata una delle principali caratteristiche dei fondi di investimento alternativo (FIA) e che li distingue dai tradizionali fondi comuni di investimento aperti armonizzati (i c.d. fondi UCITS<sup>20</sup>), ossia avere come sottoscrittori delle quote investitori professionali dotati di una particolare esperienza in materia di operazioni finanziarie (investitori istituzionali ed *high net worth individuals*)<sup>21</sup> e non anche – in linea di massima – piccoli risparmiatori (*retail*)<sup>22</sup>.

Proprio per questa ragione la Direttiva AIFM ha ritenuto di non dover inserire nella disciplina dei FIA riservati ad investitori istituzionali quelle garanzie e quelle tutele previste dalla Direttiva sui fondi UCITS a favore dei risparmiatori *retail*. Garanzie e tutele che invece esistono per i FIA non riservati<sup>23</sup>.

Particolarmente significativa per ciò che attiene all'oggetto del presente studio è il fatto che mentre per i fondi UCITS è prevista una stringente disciplina in materia di acquisto di una partecipazione rilevante o di controllo in una società quotata, questa disciplina non è presente per i fondi alternativi riservati.

5. la Comunicazione della Banca d'Italia del 25 marzo 2015 "Recepimento della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD). Modifiche alla disciplina in materia di risparmio gestito. Adempimenti per le SGR che intendono essere iscritte all'albo delle SGR come gestori di FIA";

6. la Comunicazione della Banca d'Italia del 7 aprile 2015 sull'obbligo di partecipazione degli OICR alla Centrale dei rischi.

19 Cfr. S. Cavallo, I nuovi fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), in *Diritto bancario*, giugno 2015.

20 Acronimo per *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* che identifica i fondi comuni disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE.

21 Secondo l'art. 4, comma 1, lett. ag) della Direttiva AIFM l'investitore professionale è "l'investitore che sia considerato un cliente professionale o possa, su richiesta, essere trattato come cliente professionale ai sensi dell'Allegato II della Direttiva 2004/39/CE".

22 Il presente paragrafo e quelli successivi sino al paragrafo 1.6 ripercorrono in parte quanto già scritto in S. Alvaro, *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Rivista Bancaria*, 2017, n. 6, pp. 81 e ss.

23 Cfr. V. Colantuoni, *La commercializzazione di quote o azioni di Fia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 601 e ss.

Per comprendere a fondo le ragioni di questa diversa disciplina pare opportuno ricordare brevemente qui di seguito le principali caratteristiche economiche e giuridiche dell'operazione finanziaria che viene posta in essere con l'istituzione di un fondo comune di investimento aperto armonizzato (UCITS).

Storicamente in Italia ed in Europa i fondi comuni di investimento aperti armonizzati sono nati come lo strumento giuridico ed economico attraverso il quale viene raccolto il risparmio tra il pubblico mediante l'emissione di valori mobiliari per poi essere trasmesso ad operatori del mercato finanziario (imprese e pubblica amministrazione)<sup>24</sup> mediante l'acquisizione e la gestione di valori mobiliari<sup>25</sup> secondo tecniche che fanno perno sulla *diversificazione degli impieghi* (e quindi dei rischi) e sulla rinuncia ad acquistare il potere di determinare le scelte gestionali di coloro ai quali vengono trasferiti i fondi intermediati.

Dal punto di vista economico i fondi UCITS sono lo strumento destinato a favorire l'accesso di un gran numero di risparmiatori (anche) alla proprietà azionaria. Rispetto all'investimento in azioni di una singola società, la cui oscillazione di valore incide in modo diretto sull'azionista, l'investimento in quote di un fondo comune soffre meno di tale genere di oscillazione, proprio in virtù della loro caratteristica diversificazione del rischio e degli investimenti conseguente alla scelta normativa di imporre la ripartizione degli investimenti su una pluralità di emittenti; fatto questo che determina una incidenza maggiormente 'attutita' delle oscillazioni di uno o più titoli oggetto degli investimenti nei confronti dei partecipanti al fondo<sup>26</sup>. Evidentemente l'investitore potrebbe creare da solo un portafoglio diversificato di azioni per ripartire il rischio su più società, ma i costi di transazione sarebbero molto alti.

Questa caratteristica dei fondi comuni di investimento aperti armonizzati è il portato normativo di una precisa scelta del legislatore italiano degli anni '80 del secolo scorso (oltre che di quello europeo) volta a fare degli stessi lo strumento destinato ai c.d. investitori *retail*, o, meglio, per favorire l'accesso di un gran numero

24 Come ricorda F. Cesarini [*Aspetti tecnici ed economici dei fondi*, in *I fondi comuni di investimento* (a cura di P.G. Jaeger e P. Casella), *Quaderno Giur. comm.* n. 57, Milano, 1984, p. 38] i destinatari dei mezzi finanziari raccolti non sono direttamente i richiedenti finali o unità in deficit – cioè le imprese o lo Stato per procedere ad atti di investimento – bensì altri soggetti che, sul mercato secondario, costituiscono la contropartita degli acquisti di titoli effettuati dai fondi.

25 In questi termini R. Costi, *Le istituzioni finanziarie degli anni Ottanta*, Bologna, 1984, p. 254, il quale evidenzia correttamente come queste caratteristiche dell'operazione economica fanno sì che la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare debba essere collocata in parte nell'ordinamento del mercato mobiliare ed in parte nell'ordinamento degli intermediari finanziari.

26 Così F. Cesarini, *La gestione finanziaria dei fondi comuni d'investimento: vincoli e principi*, in *Economia, Banca e congiuntura*, n. 2, 1985, il quale sottolinea che questa incidenza 'attutita' dell'investimento in quote di fondi deriva anche da una gestione informata e professionale del patrimonio basata sull'attenta selezione degli strumenti finanziari in cui investire e sul *timing* tempestivo di acquisti e vendite in relazione alle tendenze dei corsi e dei rendimenti offerti dai vari comparti del mercato. Ulteriore elemento per la riduzione del rischio sarebbe anche la presenza nel patrimonio del fondo non solo del necessario volano di liquidità, ma anche di titoli a breve scadenza e di altri strumenti finanziari non soggetti a rilevanti escursioni di prezzo. Sul tema si vedano anche: U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1983, in particolare p. 49 e ss.; F. Di Maio, *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, Milano, 1983, p. 15 e ss.



di risparmiatori alla proprietà azionaria in attuazione del dettato dell'art. 47 della Costituzione<sup>27</sup>.

Dal punto di vista strettamente giuridico l'operazione economica realizzata tramite i fondi UCITS si compone di due distinti momenti: una operazione di mercato di raccolta del "pubblico" risparmio ed una successiva attività di intermediazione. Queste caratteristiche dell'operazione fanno sì che rispetto alla stessa trovino applicazione due distinte discipline principalmente poste a tutela del risparmiatore *retail*: a) quella relativa alla trasparenza degli emittenti strumenti finanziari e delle operazioni (in grado di eliminare la disparità di posizione nell'accesso all'informazione esistente tra chi raccoglie il risparmio e il risparmiatore) e b) quella relativa alle regole di comportamento dell'intermediario finanziario volte a garantire la liquidità del sistema degli intermediari nel suo complesso quale presupposto necessario per garantire la indispensabile funzione di intermediazione del risparmio<sup>28</sup>.

In particolare quest'ultima disciplina, escludendo che il fondo possa assumere posizioni eccessivamente speculative (in quanto ciò contrasterebbe con gli obiettivi perseguiti dal legislatore in tema di frazionamento degli investimenti e quindi dei rischi<sup>29</sup>) ha fatto sì che i fondi comuni siano necessariamente divenuti soci di minoranza delle società partecipate.

L'analisi delle problematiche generali connesse alla partecipazione di un fondo comune di investimento in una società quotata fu attentamente compiuta dalla dottrina italiana negli anni '80 del secolo scorso, ossia in occasione dell'introduzione in Italia della disciplina sui fondi comuni di investimento.

Tale analisi evidenziò una pluralità di ragioni che giustificavano l'introduzione di una disciplina che limitasse le partecipazioni detenibili da un fondo comune di investimento in una società quotata<sup>30</sup> quali: a) impedire che venisse vanificato il principio gestionale della diversificazione degli investimenti; b) garantire al fondo una adeguata liquidabilità degli investimenti; c) impedire che la gestione del fondo potesse essere effettuata dalla Sgr in condizione di conflitto di interesse con il conseguente pericolo che le scelte fossero dirette a realizzare un vantaggio della società medesima piuttosto che perseguire l'interesse dei partecipanti; d) impedire che il gestore (o il fondo) si trasformasse in una *holding* di partecipazioni.

27 Secondo il quale "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme (...) favorisce l'accesso del risparmio popolare (...) al diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

28 R. Costi, *Le istituzioni finanziarie degli anni Ottanta*, cit., p. 254 e 255. Sul tema delle regole fissate per l'intermediario quali regole di comportamento si veda, per tutti, G. Ferrarini, A. De Cantellis, C. Frigeri, M. Leonardi, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in AA.VV., *La Regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quad. doc. ric. Assogestioni, 2003, 26, p. 9 e ss.

29 G. Malvestito - A. Zucchella, *Fondi comuni di investimento*, Torino, 1987, p. 27. L'acquisizione di partecipazioni comporta infatti l'assunzione di rischi connessi con: a) la possibile variazione del valore della partecipazione in relazione alle prospettive economiche dell'impresa partecipata, b) la possibile illiquidità di tali investimenti, c) la circostanza che il rimborso dei diritti patrimoniali avviene in via residuale rispetto ai creditori ordinari.

30 Puntualmente ricostruite da R. Costi, *Profili organizzativi dei fondi*, in *I fondi comuni di investimento* (a cura di P.G. Jaeger e P. Casella), Quaderno di Giur. comm. n. 57, Milano, 1984, p. 102. Nello stesso senso anche, tra gli altri, F. Vella, *sub art. 40*, in *Commentario Testo unico della finanza* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 357.

In Italia la regola che vieta ai fondi comuni UCITS di acquistare o esercitare il controllo (o l'influenza notevole) sulle società partecipate quale limite alla concentrazione dei rischi, è stata introdotta dall'art. 4 della legge 23 marzo 1983, n. 77 istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare, per poi essere successivamente declinata dalla Banca d'Italia come un limite complessivo alla detenzione di partecipazioni (e alla partecipazione a sindacati di voto) rispetto agli attivi detenuti dal fondo che al capitale rappresentato da titoli con diritti di voto della società in cui il fondo investe<sup>31</sup>.

Il *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* della Banca d'Italia, da ultimo modificato e integrato il 17 gennaio 2017, prevede infatti:

1. limiti agli investimenti in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto, in quanto un fondo non può investire più del 5% del totale delle proprie attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente<sup>32</sup>;
2. limiti riferiti al patrimonio del fondo, in quanto lo stesso non può investire più del 20% del totale delle proprie attività in strumenti finanziari, depositi bancari o esposizioni ottenute tramite derivati di uno stesso soggetto<sup>33</sup>;
3. limiti ai diritti di voto, in quanto una SGR non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al 10% se la società è quotata e al 20% se la società non è quotata<sup>34</sup>.

Le medesime limitazioni esistenti per le partecipazioni detenibili e i diritti di voto esercitabili da parte degli OICVM sono state estese dalla Banca d'Italia (seppur con un aumento dei limiti massimi) anche ai FIA aperti e chiusi non riservati a investitori professionali, ossia ai fondi di investimento alternativi (in seguito "FIA") che raccolgono il risparmio anche tra investitori *retail*<sup>35</sup>.

Viceversa per i FIA riservati a investitori professionali tali limitazioni non valgono in quanto, non essendo questi fondi 'fisiologicamente' destinati al risparmio *retail*, il legislatore europeo ha ritenuto non necessaria una disciplina normativa volta a ridurre la rischiosità dell'investimento e ad imporre regole di comportamento in capo agli operatori.

31 Per una analisi del principio del frazionamento del rischio come introdotto dalla legge 23 marzo 1983 n. 77 istitutiva dei fondi comuni di investimento, si vedano, per tutti, A. Bompani, *I fondi mobiliari italiani*, Padova, 1983, p. 82 e ss. e F. Ascarelli, *I fondi comuni di investimento*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da P. Rescigno, Vol 16 Impresa e Lavoro, Torino, 1985, p. 741 e ss.

32 Regolamento Banca d'Italia, *cit.*, Titolo V, Cap. III Sez. II, par. 3.1.

33 Regolamento Banca d'Italia, *cit.*, Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 3.4.

34 Esistono anche limiti alla detenzione di strumenti finanziari di uno stesso emittente privi del diritto di voto (Reg. Bdl, Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 6.1). Anche il *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interesse di Assogestioni* (intitolato "Esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei patrimoni gestiti") vieta (meglio, sconsiglia) agli investitori istituzionali la partecipazioni a patti parasociali.

35 Regolamento Banca d'Italia, *cit.*, Titolo V, Cap. III, Sez. III, par. 1 e Sez. V, parr. 2, 3.1 e 6.

In Italia, quindi, i FIA riservati possono liberamente acquistare una partecipazione rilevante o il controllo di una società quotata o non quotata, sia tramite l'acquisto di azioni sul mercato sia tramite la stipulazione di patti parasociali con altri soci<sup>36</sup>. Rispetto a tale genere di acquisti la legge prevede solamente obblighi di *disclosure* in capo alla SGR nei confronti della Consob e del mercato<sup>37</sup>.

In particolare esiste l'obbligo in capo alla SGR che gestisce fondi alternativi di comunicare alla Consob (nel termine di dieci giorni) il raggiungimento, il superamento o la riduzione al di sotto delle soglie del 10%, 20%, 30%, 50% e 75% dei diritti di voto in una *società non quotata* in conseguenza dell'acquisto, della detenzione o della cessione di partecipazioni al capitale sociale da parte del FIA italiano, del FIA dell'Unione Europea o non UE da esse gestito (art. 45 TUF). Se tali fondi, poi, detengono la maggioranza assoluta dei diritti di voto nell'assemblea della società partecipata, la SGR è tenuta a compiere tale comunicazione anche a favore della società non quotata e degli azionisti la cui identità è nota alla SGR stessa (art. 45 TUF).

Per quanto riguarda le partecipazioni in *società quotate* - oltre alle consuete comunicazioni riguardanti l'acquisto di una partecipazione rilevante (ossia superiori al 3%, del capitale dell'emittente o 5% se l'emittente è una PMI<sup>38</sup>) - le SGR i cui FIA acquisiscono una partecipazione di controllo in un emittente (ossia superiore al 30% del capitale) oltre a dovere lanciare l'OPA, devono comunicare le informazioni stabilite dalla Consob con il regolamento Emittenti (artt. 28-*decies* e ss.) a favore: dell'emittente, degli azionisti la cui identità è a disposizione della SGR e della Consob (art. 46 TUF).

Sempre in relazione alle partecipazioni rilevanti o di controllo detenute da un gestore in società quotate o non quotate per conto di FIA europei e non europei, la Direttiva AIFM ha altresì introdotto l'obbligo per il gestore stesso di divulgare informazioni in relazione alle intenzioni circa l'attività futura delle società e le fonti di finanziamento dell'acquisizione<sup>39</sup>.

36 La nozione di controllo di una società emittente adottata dalla Direttiva AIFM è compiuta con un rinvio all'art. 5, paragrafo 3, della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, la quale prevede che "la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo (...) e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale". Sul tema si veda L. Ardizzone, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018.

37 Sul tema si veda L. Mula, Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014, in *Diritto Bancario*, 2014 e E. Stripoli, Le Sgr e le partecipazioni rilevanti, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 239 e ss.

38 Fatte salve comunque le esenzioni di cui ai commi 7 e 8 dell'art. 119-*bis* del Regolamento Emittenti (Reg. n. 11971 del 1999 e successive integrazioni e modificazioni).

39 L'intento della Direttiva AIFMD è quello di proibire ai Fondi di *private equity* di agire come fondi locusta ossia di tenere comportamenti opportunistici e poco trasparenti. Cfr. art. 28-*undecies* Regolamento Emittenti della Consob secondo il quale "La Sgr che gestisce il FIA garantisce che lo stesso, nella comunicazione alla società e ai soci di cui all'articolo 45, comma 2, lettere a) e b), del Testo unico, renda note le sue intenzioni in relazione all'attività futura della società di cui ha acquisito il controllo e alle ripercussioni probabili sull'occupazione nonché qualsiasi modifica significativa delle condizioni di lavoro. (...)".

Questa differente disciplina esistente tra le partecipazioni detenibili, rispettivamente, da un fondo UCITS e da un FIA riservato ad investitori istituzionali può determinare (ed ha già in parte determinato) importanti effetti sul mercato del controllo societario italiano.

Si osserva infatti come, da un lato, i fondi UCITS siano 'istituzionalmente' azionisti di minoranza delle società quotate<sup>40</sup> in quanto possessori di quote di partecipazione di valore percentuale piuttosto basso e quasi sempre inferiore rispetto alle soglie previste dalle norme del codice civile per l'esercizio di taluni diritti sociali ed in particolare dei c.d. diritti delle minoranze; fatto questo che, a sua volta, ha determinato l'insorgere della necessità per i fondi di cooperare tra loro per potere esercitare i predetti diritti.

Il problema si è manifestato in modo particolarmente evidente con riferimento all'esercizio del diritto di presentare liste di candidati per la nomina degli organi sociali ai sensi degli articoli 147-ter e 148 del TUF. Spesso gli investitori istituzionali hanno dovuto esercitare il diritto riconosciuto loro dai menzionati articoli proponendo liste appoggiate da una pluralità di fondi (facenti capo ad Assogestioni). Onde evitare che tali forme di coordinamento potessero essere lette come una forma di controllo sulla società realizzato tramite un'azione concertata, detti fondi hanno dovuto presentare liste con un numero di candidati inferiore alla metà dei componenti da eleggere (sia per l'elezione dell'organo amministrativo che di quello di controllo)<sup>41</sup>.

Famosi, tra i tanti, sono i casi accaduti nel corso delle assemblee di Telecom dell'aprile del 2014, di Unicredit del 2015 e di UBI del 2016, nei quali la lista presentata dai fondi per la nomina dei membri del consiglio di amministrazione (del consiglio di sorveglianza nel caso di UBI) ha ottenuto la maggioranza relativa dei voti, superando la lista presentata dai rispettivi soci di maggioranza, ma non ha ottenuto la nomina della maggioranza degli amministratori proprio perché composta da un numero di amministratori inferiore alla metà dei componenti da eleggere.

Si osserva inoltre come, da un altro lato, i FIA possono legittimamente acquisire quote di capitale di controllo tanto in società non quotate quanto in società quotate.

40 R. Costi, *Risparmio gestito e governo societario*, Giur. comm., 1998, I, p. 318.

41 Sul tema si vedano: M. Gargantini, *Coordinamento (extra)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 3, p. 2097 e ss.; G. Guizzi, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), *Quaderni di Giur. Comm.*, n. 382, Milano, 2015, p. 109; G. Guizzi - A. Tucci, *Acquisto di concerto*, in *AA.VV., Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Milano, 2011, p. 266; M. Stella Richter, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di E. Gabrielli e R. Lener), Torino, 2010, II ed., p. 791 e ss.; C. Mosca, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 141; S. Nocella, *Other People's Shares: l'esercizio dei diritti sociali da parte dei gestori di fondi comuni*, 2015, Università Tor Vergata, Tesi di dottorato in corso di pubblicazione; G.F. Campobasso, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 128 e ss.; R. Lener, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, Roma, 2000, p. 282.

Tant'è che nel 2016 un FIA immobiliare – a seguito di un'OPA obbligatoria totalitaria – è divenuto socio di controllo di una società quotata al segmento MTA di Borsa Italiana acquistandone una partecipazione superiore all'84% del capitale sociale<sup>42</sup>.

### 1.3 Le problematiche generali connesse alla partecipazione di un fondo di investimento alternativo in una società quotata

Il menzionato acquisto del controllo di una società quotata italiana da parte di un fondo alternativo pone un tema nuovo – ossia quello di considerare se siano applicabili ad un soggetto privo di personalità giuridica quale è il fondo comune di investimento quelle norme pensate dal legislatore essenzialmente per i soggetti dotati di personalità o soggettività giuridica (tema su cui si tornerà in seguito)<sup>43</sup> – nonché ripropone, seppur in termini diversi, una riflessione già sviluppata dalla dottrina italiana alla metà degli anni '80 del secolo scorso a valle della legge istitutiva dei fondi comuni di investimento in Italia e di cui si è già fatto cenno nel paragrafo precedente<sup>44</sup>. Si tratta della riflessione relativa al rischio che un fondo di investimento possa divenire una *holding* di partecipazioni (venendo meno al principio gestionale della diversificazione degli investimenti), si trovi in una situazione di conflitto di interesse (le scelte potrebbero essere dirette a realizzare l'interesse della società partecipata piuttosto che quello dei partecipanti al fondo), abbia maggiori difficoltà a liquidare il proprio investimento<sup>45</sup>.

Evidentemente per un fondo alternativo riservato ad investitori istituzionali la gran parte dei rischi menzionati verrà gestito a livello privatistico e contrattuale tra gestore del fondo ed i suoi partecipanti.

Il legislatore infatti non ha ritenuto necessario introdurre regole volte a garantire la diversificazione degli investimenti, a limitare la leva finanziaria e a salva-

42 Si tratta dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria promossa da Sorgente SGR S.p.a per conto del Fondo Tintoretto – comparto Akroterion su azioni ordinarie emesse da Nova RE S.p.a. ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1, del TUF; il periodo di adesione all'offerta andava dall'8 al 26 febbraio 2016. L'obbligo del lancio di tale offerta pubblica era sorto a seguito dell'acquisto da parte del citato FIA di tutte le azioni della società quotata Nova RE S.p.a. (che si trovava nella situazione prevista dall'art. 2446, comma 1, c.c., avendo subito una diminuzione del proprio patrimonio tale da ridurlo oltre un terzo al disotto del capitale sociale netto) possedute dal suo socio di maggioranza Aedes s.p.a. e pari al 80,29% del capitale sociale. Ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1, del TUF era pertanto sorto l'obbligo in capo al fondo di procedere all'offerta pubblica di acquisto delle azioni ancora in circolazione e pari al 19,71% del capitale sociale di Nova RE ad un prezzo pari a quello pagato da fondo offerente a Aedes per la cessione delle proprie azioni. Per il FIA l'acquisto del controllo della società Nova RE realizzava l'obiettivo strategico di "offrire agli investitori, attraverso un primario operatore, un'opportunità di accesso all'investimento immobiliare in grado di produrre una significativa redditività annua nonché un'apprezzabile rivalutazione nel medio e lungo termine" (Così si legge nel prospetto informativo di Sorgente SGR S.p.a. da quale si evinceva anche l'intenzione di richiedere per la società quotata l'accesso al regime speciale di società di investimento immobiliare quotata - c.d. SIIQ, ai sensi dell'art. 1, commi 119 e ss. della L. 27 dicembre 2006, n. 296, come successivamente modificata).

43 Sul tema generale del riconoscimento della soggettività giuridica ad un fondo comune in giurisprudenza si vedano: Corte di cassazione, sent. n. 16605, del 15.7.2010 e Tribunale di Milano, sent. n. 7232 del 10.06.2016.

44 Per tutti si veda: R. Costi, profili organizzativi dei fondi, cit.

45 Anche se, a ben vedere, la stabilità di cui si parlava negli anni '80 era concepita essenzialmente in un'ottica microprudenziale e non teneva conto, come invece oggi occorre fare, degli effetti sistemici che la stabilità di un intermediario finanziario può avere sul sistema.

guardarne la pronta liquidabilità nonché ad impedire l'acquisto di partecipazioni rilevanti essendo queste regole essenzialmente volte a tutelare proprio il risparmiatore *retail* e non quello professionale.

Lo stesso tema del conflitto di interesse - che per i FIA riservati risulta meno cogente rispetto ai fondi UCITS in quanto gli investitori professionali sono dotati di maggiori strumenti di controllo sull'operato dei gestori - è stato in qualche modo risolto dalla Direttiva AIFM che per i fondi alternativi ha adottato una impostazione del tutto analoga a quella già adottata dalla Direttiva 2009/65/Ce per i fondi comuni UCITS. Si tratta essenzialmente di una impostazione che tende a prevenire le situazioni di conflitto di interesse facendo perno sugli assetti procedurali ed organizzativi interni alle Sgr piuttosto che sulle regole di trasparenza nei confronti degli investitori.

Il sostanziale allineamento tra la disciplina dei gestori di fondi UCITS e di FIA relativamente ai conflitti di interesse ha portato il legislatore italiano ad individuare un *corpus* unico di norme applicabili all'intero settore del risparmio gestito costituito dall'art. 35-*decies* del TUF e dalla Parte V, Titolo V del Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 (aggiornato con atto del 19 gennaio 2015)<sup>46</sup>.

Oggi qualsiasi Sgr nello svolgimento della propria attività di intermediazione in Italia, sia che gestisca un OICVM<sup>47</sup> quanto se gestisca un FIA (riservato o non riservato), è tenuta ad osservare le seguenti regole di comportamento: a) operare con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato; b) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti; c) adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli Oicr gestiti e disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; d) assicurare la parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito nel rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, in conformità al diritto dell'Unione europea<sup>48</sup> (fatta salva però la facoltà riconosciuta dalla Direttiva AIFM ai gestori di FIA di accordare un trattamento preferenziale nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori, purché ciò sia previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA stesso).

46 In questi termini: G. Frati, *Conflitto di interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 493 e ss.

47 Acronimo che indica gli Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari.

48 L'art. 12 della Direttiva AIFM dispone che "gli Stati membri assicurano che in ogni momento i GEFIA: a) agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la correttezza dovute nell'esercizio delle loro attività agiscano nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato; c) dispongano delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle proprie attività e le utilizzino in modo efficace; d) adottino tutte le misure ragionevoli per evitare conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, per individuare, gestire e controllare e, se del caso, comunicare tali conflitti di interesse, al fine di evitare che essi incidano negativamente sugli interessi dei FIA e dei loro investitori e di garantire che i FIA che gestiscono siano trattati in modo equo; e) rispettino tutti gli obblighi regolamentari applicabili all'esercizio delle loro attività in modo da promuovere gli interessi dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e l'integrità del mercato; f) trattino in modo equo tutti gli investitori dei FIA".

Sempre nella materia dei conflitti di interesse si osserva che anche in relazione alle modalità di esercizio del diritto di intervento e voto della Sgr nell'assemblea della società partecipate dai fondi gestiti debbano valere per i FIA le stesse regole di comportamento evidenziate dalla dottrina in relazione ai fondi UCITS: l'esercizio dei diritti sociali non deve ritenersi libero e discrezionale, quanto piuttosto l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione svolta a favore dei sottoscrittori delle quote o delle azioni del fondo<sup>49</sup>.

Non risolta appare invece la problematica generale connessa al fatto che la partecipazione di controllo (o comunque rilevante) di un FIA in una società quotata o non quotata generi il pericolo che il gestore (o il fondo stesso) si trasformi in una *holding* di partecipazioni e che oggi, in termini più generali, potremmo identificare come il tema del ruolo che devono svolgere gli *asset manager* di un FIA nell'esercizio dei diritti sociali inerenti alle partecipazioni di maggioranza eventualmente detenute e gestite in monte nell'attività di gestione collettiva del risparmio.

Tematica che qui viene solo accennata nei suoi termini generali per evidenziarne gli aspetti più problematici.

Si tratta in primo luogo di considerare se la disciplina vigente sia da sola sufficiente ad orientare la strategia di investimento del gestore di un FIA riservato alle aspettative di rendimento dei partecipanti ai fondi e di minimizzare i costi di agenzia nascenti dal rischio che la SGR si serva delle prerogative di azionista di maggioranza per perseguire interessi propri o di società del gruppo di appartenenza eventualmente consolidando rapporti di affari con la società emittente<sup>50</sup>.

L'unica disciplina in questa materia è, infatti, quella dettata dall'art. 30 della Direttiva AIFM che prevede specifiche garanzie contro la disaggregazione delle attivi-

49 Come noto alla Sgr la legge attribuisce un diritto (di intervento e voto) che deve essere esercitato nell'interesse altrui, ossia del partecipante al fondo. È per questo che una attenta dottrina ha sottolineato come, in linea generale, nelle SGR l'interesse sociale viene a manifestarsi in modo diverso rispetto a tutte le altre società per azioni (M. Stella Richter, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, Utet, 2010, II ed., p. 791 ss.). Nelle SGR, infatti, ai tradizionali conflitti di interesse, se ne deve aggiungere un altro: quello tra i soci della società di gestione del risparmio e i partecipanti ai fondi da questa società gestiti. Da questo punto di vista l'interesse delle SGR si arricchisce degli interessi dei sottoscrittori del fondo, ossia degli investitori i cui capitali sono gestiti dalla società di gestione del risparmio. Questo significa che nella gestione delle SGR gli amministratori dovranno tenere presenti tanto gli interessi dei suoi soci quanto quelli (e in certi casi esclusivamente quelli) degli investitori nei patrimoni da questi gestiti; e ciò non solo in sede di scelte di investimento o disinvestimento in strumenti finanziari, ma anche in occasione dell'esercizio dei diritti da questi conferiti (v. art. 40, comma 2, TUF). Il contenuto dell'intervento e del voto pertanto dovrà essere determinato unicamente tenendo in considerazione l'interesse degli investitori partecipanti ai fondi; l'esercizio dei diritti sociali non sarà allora più il libero contenuto di una prerogativa, ma diverrà l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione (in questo senso sempre Stella Richter, *op.loc.cit.*).

50 Si sono interrogati sul tema generale dell'esercizio del voto da parte delle Sgr: M. Maugeri, *Proxy advisors, esercizio del diritto del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2016, I, p. 2; M. Stella Richter, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2010, p. 444; *id.*; *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 61 e ss.; F. Bordiga, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 202 e ss.

tà (*asset stripping*), nel caso di controllo di una società non quotata o di un emittente<sup>51</sup>.

Si tratta in secondo luogo di riflettere circa le interazioni che più in generale si possono avere tra un patrimonio autonomo<sup>52</sup> - qual è tipicamente un fondo comune di investimento - e un soggetto dotato di personalità giuridica - quale è tipicamente la società per azioni.

Da questo punto di vista occorre rilevare come una buona parte delle norme contenute nel testo unico della finanza (in materia di controllo, di gruppo, di conflitti di interesse, di *governance*, di diritti di voto in assemblea, di voto di lista, ecc.) è stata dettata avendo come esclusivo riferimento i soggetti dotati di personalità giuridica (o, quantomeno, di soggettività giuridica) e non anche i patrimoni autonomi gestiti in monte come sono i fondi comuni di investimento<sup>53</sup>.

L'interrogativo che a questo riguardo sorge è se la società quotata il cui azionista di maggioranza assoluta è un FIA deve ritenersi controllata, ai sensi del codice civile, dal fondo medesimo o dalla SGR che gestisce il fondo?

Di qui una serie di ulteriori domande.

Come valutare i requisiti di indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo della società partecipata (art. 147-*quinquies* e 148 TUF)?  
Rispetto agli organi della SGR?

Come applicare la disciplina delle partecipazioni reciproche (art. 121 TUF)?

La disciplina sull'acquisto di azioni proprie e della controllante si deve ritenere applicabile anche alle quote del FIA controllante?

51 L'art. 30 della Direttiva AIFM prevede che: "Gli Stati membri prescrivono che, qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata o di un emittente a norma dell'articolo 26, paragrafo 1, in combinato disposto con il paragrafo 5 dello stesso articolo, il GEFIA che gestisce tale FIA, per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo della compagnia da parte del FIA:

- a) non sia autorizzato a facilitare, sostenere o istruire nessuna distribuzione, riduzione di capitale, rimborso di azioni e/o acquisizione di azioni proprie da parte della compagnia secondo quanto descritto nel paragrafo 2;
- b) nella misura in cui il GEFIA è autorizzato a votare per conto del FIA in seno agli organi direttivi della società, non voti a favore della distribuzione, della riduzione di capitale, del rimborso di azioni e/o dell'acquisizione di azioni proprie da parte della società secondo quanto descritto nel paragrafo 2; e
- c) in ogni caso si adoperi al meglio per impedire le distribuzioni, le riduzioni di capitale, i rimborsi di azioni e/o le acquisizioni di azioni proprie da parte della società secondo quanto descritto nel paragrafo 2".

52 Sulla natura del fondo comune di investimento si vedano le importanti sentenze Cass. 15 luglio 2010, n. 16605 e Trib. Milano 10 giugno 2016, n. 7232.

53 L'art. 1, comma 1, lett. j) del TUF definisce il fondo comune come "il patrimonio autonomo raccolto mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori, con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi". A sua volta l'art. 36, comma 4, del medesimo TUF chiarisce che "ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro tipo di patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. (...)".



I fondi gestiti dalla stessa SGR (e le società dagli stessi controllate) potrebbero in qualche modo venire assimilati a quelle che sono le società sorelle all'interno di un gruppo di società<sup>54</sup>?

Come si atteggierebbe l'istituto del dividendo maggiorato e del voto maggiorato laddove la partecipazione in una società venisse spostata da una SGR da uno all'altro dei fondi dalla stessa gestiti?

Con l'acquisto di una partecipazione di maggioranza assoluta si potrebbe sostenere che la SGR verrebbe ad utilizzare un patrimonio separato (il fondo comune gestito) e una struttura societaria in forma di S.p.a. (la società quotata) per gestire, seppur in via indiretta, una impresa?

Come applicare la disciplina sul codice di remunerazione prevista dalla Direttiva AIFM nel caso in cui il FIA europeo delegasse la gestione del proprio portafoglio ad un gestore statunitense? Le regole sulla remunerazione dovrebbero applicarsi anche al gestore statunitense?

#### 1.4 Le offerte pubbliche di acquisto volontarie di quote di fondi comuni di investimento chiusi immobiliari

Un ulteriore tema che la nuova disciplina e, soprattutto, l'operatività dei FIA deve portare all'attenzione degli studiosi con nuovo vigore è quello delle offerte pubbliche di acquisto (volontarie) lanciate su quote di fondi comuni.

Come noto le quote di un fondo comune di investimento – siano esse quotate su un mercato regolamentato o non quotate – possono legittimamente formare oggetto di una offerta pubblica di acquisto volontaria al pari di qualsiasi altro prodotto finanziario ed ai sensi dell'art. 102 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito anche solo "TUF")<sup>55</sup>.

Negli ultimi dieci anni in Italia sono state promosse diciotto offerte pubbliche di acquisto volontarie<sup>56</sup> ed una offerta di scambio<sup>57</sup> su quote di fondi comuni di investimento (si tratta essenzialmente di offerte su fondi immobiliari chiusi).

54 Si interroga sul punto: G. Guizzi, *La Sgr di gruppo tar integrazione ed autonomia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 191 e ss.

55 Sul tema generale si vedano per tutti: M. Stella Richter, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 3 e ss.; M. Tesei, *Commento all'art. 102, in Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, vol. II, 1212 e ss.

56 Si tratta delle seguenti offerte: 1) offerta promossa nel 2007 da Capitalia Merchant s.p.a. sulle quote del fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso Sofipa Equity Fund gestito da Capitalia Sofipa Sgr s.p.a.; 2) e 3) offerte promosse nel 2007 da Gamma Re bv sulle quote dei fondi comuni immobiliari chiusi Tecla e Berenice gestiti da Pirelli & C. Re SGR s.p.a.; 4) offerta concorrente promossa nel 2007 da Zwinger Opco 6 bv sulle quote del fondo comune di investimento immobiliare chiuso Berenice gestito da Pirelli Re SGR s.p.a.; 5) offerta concorrente promossa nel 2007 da Galante Sarl sulle quote del fondo comune di investimento immobiliare chiuso Berenice gestito da Pirelli Re SGR s.p.a.; 6) offerta promossa nel 2007 da Chrysalis s.p.a. su quote del fondo comune immobiliare chiuso Beta Immobiliare gestito da Fondi Immobiliari Italiani SGR s.p.a.; 7) offerta promossa nel 2010 dal Fondo Donatello – Comparto Iris, istituito e gestito da Sorgente SGR s.p.a. sulle quote del fondo immobiliare chiuso Caravaggio; 8) offerta promossa nel 2014 congiuntamente da Europa Plus SCA SIF – RES Opportunity e da Italy Investment s.a.r.l. su quote del fondo immobiliare Unicredito Immobiliare Uno gestito da Torre SGR s.p.a.; 9) offerta promossa nel 2014 da

Questo genere di offerte pubbliche di acquisto e scambio su quote di fondi chiusi, non ha posto particolari problemi interpretativi o applicativi della normativa vigente, anche se, senza dubbio, l'offerta pubblica di acquisto di un fondo comune di investimento presenta caratteristiche che la differenziano dalla più comune opa su azioni.

In primo luogo, infatti, le offerte pubbliche di acquisto su quote di un fondo comune si caratterizzano nel nostro ordinamento per essere sempre *offerte di tipo volontario* e non obbligatorio. L'art. 101-bis, comma 2, del TUF prevede, infatti, che le norme sulle offerte pubbliche obbligatorie contenute nella sezione II, capo II, Titolo II della Parte IV del TUF non debbano necessariamente trovare applicazione in relazione a quegli strumenti finanziari che, come le quote di un fondo comune, non attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria di una società quotata.

Altra caratteristica propria delle offerte pubbliche di acquisto su quote di un fondo comune<sup>58</sup> è il fatto che il *sogetto tenuto a diffondere il comunicato* di cui all'art. 103, comma 3, del TUF (il c.d. "comunicato dell'emittente") è la società di gestione del risparmio che gestisce il fondo. In particolare, la SGR, entro il primo giorno di borsa aperta antecedente al periodo di adesione, deve diffondere un comunicato contenente la propria valutazione generale e finanziaria sull'offerta e comunicare ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta medesima, in conformità a quanto previsto dall'art. 39, comma 2, del Regolamento Emittenti della Consob<sup>59</sup>.

Oceano Immobiliare s.a.r.l. su quote del fondo immobiliare chiuso Atlantic1 gestito da IDeA FIMIT SGR s.p.a.; 10) offerta congiunta promossa nel 2014 da SP 101 Finance Ireland Limited e da Capstore Equities Capital management LP su quote del fondo comune immobiliare chiuso Fondo Europa Immobiliare n. 1 gestito da Vegagest SGR s.p.a.; 11) offerta pubblica di acquisto (opa) volontaria parziale concorrente promossa nel 2016 da Mars Grafton Sarl sulla totalità delle quote del fondo di investimento alternativo di tipo chiuso Delta Immobiliare; 12) offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa nel 2016 da Navona Value Opportunity S.à.r.l. ed avente ad oggetto massime n. 1.263.194 quote di Delta Immobiliare - Fondo di Investimento Alternativo (FIA) istituito in forma di Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso, pari al 60% della totalità delle quote emesse dal medesimo Fondo; 13) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa nel 2016 da Duomo Holdings, LLC avente ad oggetto massime n. 8.283.782 quote di classe "A" e n. 66.746.587 quote di classe "B" del fondo di investimento alternativo immobiliare di tipo chiuso denominato "Mediolanum Real Estate", gestito da Mediolanum Gestione Fondi Società di Gestione del Risparmio S.p.A., pari alla totalità delle quote emesse dal Fondo; 14) offerta pubblica di acquisto volontaria parziale promossa nel 2016 da Gsf Eagle Opportuniry Sarl su quote del Fondo di investimento alternativo Delta Immobiliare; 15) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa nel 2016 da Blado Investments Sca su quote del fondo di investimento immobiliare denominato Polis; 16) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa nel 2016 da Blado Investments Sca su quote del fondo di investimento immobiliare denominato Immobiliare Dinamico; 17) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa nel 2016 da Blado Investments Sca su quote del fondo di investimento immobiliare denominato Mediolanum Real Estate; 18) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa nel 2016 da Blado Investments Sca su quote del fondo di investimento immobiliare denominato Alpha Immobiliare.

57 Si tratta dell'offerta promossa nel 2010 da Yorkville Bhn s.p.a. ai sensi dell'art. 102 e ss. del d.lgs. n. 5871998, avente ad oggetto le quote del fondo comune di investimento immobiliare chiuso Investietico gestito da Aedes Bpm Real Estate Sgr s.p.a.

58 Fondo comune che, vale la pena ricordare qui, l'art. 1, lett. j, del TUF definisce come un patrimonio autonomo privo di personalità giuridica, raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e gestito in monte da una società di gestione del risparmio nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.

59 Più ampiamente sul tema si vedano: F. Chiappetta, Il comunicato dell'emittente, in Le offerte pubbliche di acquisto (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 99 e ss.; D. Regoli, Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo

Tale competenza risulta essere una competenza esclusiva del consiglio di amministrazione della SGR, anche se la *governance* interna del fondo - così come delineata dal regolamento del fondo - potrebbe prevedere che il consiglio di amministrazione della SGR si possa avvalere del parere consultivo di uno o più comitati tecnici interni di cui possono far parte anche soggetti esterni alla società. In questo caso, comunque, il parere espresso da tale comitato tecnico dovrà ritenersi non vincolante e non farà venir meno il diritto/dovere del consiglio di amministrazione di emettere il comunicato dell'emittente nonché di assumersene le relative responsabilità.

### 1.5 Un caso particolare: l'opa sulle quote di un fondo lanciata da un altro fondo comune gestito dalla stessa SGR che gestisce l'emittente

Un'altra particolare caratteristica dell'opa su quote di fondi comuni - diretta conseguenza del fatto che i fondi comuni sono privi di personalità giuridica - consiste nel fatto che l'offerta pubblica di acquisto può legittimamente venire lanciata da un altro fondo comune di investimento (*fondo offerente*). Quest'ultimo fondo, poi, può essere gestito tanto da una SGR diversa da quella che gestisce il fondo le cui quote sono oggetto di opa (*fondo emittente*), quanto dalla medesima SGR.

Quest'ultima ipotesi si è concretamente realizzata nel settembre 2010, ossia allorquando è stata lanciata un'opa volontaria e totalitaria su quote di un fondo di investimento immobiliare di tipo chiuso ammesse a negoziazione sul mercato MIV (mercato degli *Investment vehicles* dedicato ai fondi alternativi di investimento - FIA) da parte di un altro fondo comune (un comparto di altro fondo) gestito dalla medesima SGR che gestiva il fondo oggetto dell'opa<sup>60</sup>.

La particolare criticità che si è evidenziata in questa vicenda è che, stante la coincidenza soggettiva tra la SGR che gestiva il *fondo offerente* e quella che gestiva il *fondo emittente*, la medesima società di gestione si è vista tenuta, da un lato, a procedere per conto dell'offerente alla determinazione del corrispettivo da offrire per le quote e, dall'altro, per conto del fondo emittente ad esprimere (ai sensi del già citato art. 103, comma 3, del TUF) una valutazione generale e finanziaria sull'offerta medesima e a comunicare ogni dato utile per il suo apprezzamento (dati questi che debbono essere inseriti all'interno del documento di offerta)<sup>61</sup>.

dei soci in pendenza di OPA, in Riv. soc., 2000, p. 792; F.M. Mucciarelli, Società per azioni e offerta pubblica di acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate, Milano, 2004.

60 Si tratta dell'offerta pubblica volontaria e totalitaria promossa nel settembre 2010 dal Fondo Donatello - Comparto Iris, istituito e gestito da Sorgente SGR S.p.a. sulle quote del Fondo Caravaggio, un fondo chiuso immobiliare. Al momento del lancio dell'opa e il Fondo Donatello deteneva già il 73% delle quote del Fondo Caravaggio.

61 Particolarmente delicato nel caso di specie era il fatto che mentre l'offerente era un comparto di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso e riservato ad investitori qualificati (di cui all'art. 1, comma 1, lett. h, del DM 228/1999), le quote del fondo emittente, originariamente offerte in sottoscrizione al pubblico indistinto dei risparmiatori, erano in mano a 1.504 sottoscrittori e, per questi soggetti l'offerta pubblica, come noto, rappresentava una sollecitazione al disinvestimento.

Nel caso di specie e secondo quanto reso noto dalla SGR, l'offerta trovava giustificazione nel fatto che, avvicinandosi la data di scadenza del fondo dell'emittente<sup>62</sup> ed in considerazione del cattivo andamento del mercato immobiliare di riferimento, degli scarsi volumi trattati e del rilevante patrimonio immobiliare detenuto, vi era, da un lato, il rischio concreto che si addivenisse ad una dismissione del patrimonio penalizzante per i possessori delle quote del fondo emittente e, dall'altro, l'opportunità per il fondo offerente di acquistare le quote ad un prezzo ritenuto ragionevole.

Per preservare il valore del patrimonio del fondo emittente investito in immobili la SGR aveva quindi scelto di porre in essere una operazione che consentisse di non alienare in tempi brevi detto patrimonio immobiliare, avviando un processo di concentrazione del fondo emittente con un comparto del fondo offerente da sviluppare in due distinte fasi:

- a) l'opa sulle quote del fondo emittente da parte del fondo offerente<sup>63</sup>;
- b) la successiva fusione tra i due fondi<sup>64</sup>.

Senza lanciare l'offerta pubblica di acquisto ed ottenere il controllo dell'assemblea del fondo emittente, infatti, il fondo offerente non avrebbe potuto in alcun modo condizionarne i programmi di gestione e deliberare la fusione tra i fondi.

Il consiglio di amministrazione della SGR, consapevole della situazione di conflitto di interesse in cui era venuta a trovare la stessa SGR quale gestore tanto del fondo offerente quanto del fondo gestito, scelse di adottare alcune 'cautele'.

In primo luogo sottopose l'iniziativa al parere del collegio sindacale della SGR e dell'amministratore indipendente, chiedendo altresì agli stessi di verificare attentamente il rispetto delle proprie procedure interne in materia di conflitti di interesse.

In secondo luogo ritenne opportuno incaricare:

- (i) un *advisor* finanziario per conto dell'offerente ai fini del rilascio di una raccomandazione di prezzo sulla base della quale determinare il corrispettivo e

62 Fissata per il 31 dicembre 2012.

63 Si legge a pagina 57 del Documento di offerta del 6 ottobre 2010 con cui il Fondo Donatello – Comparto Iris (istituito e gestito da Sorgente SGR) lanciò l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle quote di Caravaggio (anch'esso istituito e gestito da Sorgente SGR) "Ai sensi dell'art. 36 del TUF i fondi comuni di investimento, e quindi il Fondo Caravaggio, sono gestiti da una società di gestione del risparmio cui compete l'amministrazione del patrimonio del fondo gestito. L'Offerente non potrebbe, dunque, condizionare i programmi di gestione della società che amministra il Fondo Caravaggio se non attraverso la partecipazione all'assemblea dei partecipanti con le modalità e nei limiti di legge e di quelli previsti dal regolamento di gestione del Fondo Caravaggio stesso, e limitatamente alle materie di legge ed eventualmente previste nel regolamento di gestione stesso".

64 La SGR – in qualità di gestore del fondo risultante dall'eventuale fusione – intenderebbe offrire ai partecipanti al Fondo emittente non aderenti all'Offerta un trattamento analogo a quello che avrebbero ricevuto se, per effetto della Fusione, l'emittente non si fosse estinto, concedendo quindi loro la facoltà di liquidare, utilizzando il patrimonio del Fondo, il proprio investimento al 31 dicembre 2012, ad un valore pari al NAV così come risultante alla stessa data, mediante modalità, termini e condizioni che saranno successivamente individuati nell'ambito del processo di fusione. Si precisa che il predetto NAV sarà quello del fondo risultante dall'eventuale fusione.

- (ii) un altro *advisor* finanziario per conto del fondo emittente, ai fini del rilascio di un parere circa la congruità del corrispettivo offerto.

La cennata situazione in cui può venire a trovarsi – in caso di opa volontaria su quote di un fondo comune – una SGR che gestisce tanto il fondo emittente quanto il fondo offerente, evidenzia in modo piuttosto chiaro quella che pare essere la principale criticità esistente in materia di rapporti tra risparmio gestito, patrimoni autonomi e personalità giuridica: una buona parte delle norme contenute nel testo unico della finanza (in materia di controllo, di gruppo, di conflitti di interesse, di *governance*, di diritti di voto in assemblea, di voto di lista, ecc.) è stata dettata avendo come esclusivo riferimento i soggetti dotati di personalità giuridica (o, quantomeno, di soggettività giuridica) e non anche i patrimoni autonomi gestiti in monte come sono i fondi comuni di investimento<sup>65</sup>.

Si pensi a tale proposito, solo per citare un esempio, alla diversa situazione in cui si viene a trovare un socio di una società le cui azioni sono oggetto di opa rispetto a quella in cui si viene a trovare un partecipante ad un fondo comune le cui quote sono oggetto di opa. Mentre il socio dispone tanto di diritti amministrativi (*in primis* il diritto di voto) quanto di diritti patrimoniali, i partecipanti ad un fondo comune non hanno diritti di carattere amministrativo e non hanno pertanto alcun modo per far giungere la propria voce al gestore, anche solo ai fini di porre in essere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'opa; l'unico modo che hanno i partecipanti ad un fondo per manifestare il proprio dissenso è quello di vendere le quote del fondo o chiederne il rimborso: nessun diritto di *voice*, ma solo diritto di *exit*.

Si pensi anche alle eventuali informazioni privilegiate di cui potrebbe disporre ed al conflitto di interessi in cui si viene a trovare la SGR che gestisce tanto il fondo offerente quanto quello emittente.

In questa materia pare allora che possa svolgere un ruolo importante l'interpretazione, per comprendere se ed entro quali limiti sia possibile applicare (ad esempio con una interpretazione di tipo analogico o estensivo) ai fondi comuni di investimento, quelle norme pensate dal legislatore essenzialmente per i soggetti dotati di personalità (o soggettività) giuridica. Si pensi ad esempio alle norme e ai principi giurisprudenziali elaborati in materia di controllo e di gruppi, di conflitti di interesse, di azione di responsabilità contro gli amministratori per danno alla minoranza, di informazioni privilegiate, ecc.

65 L'art. 1, comma 1, lett. j) del TUF definisce il fondo comune come "il patrimonio autonomo raccolto mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori, con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi". A sua volta l'art. 36, comma 4, del medesimo TUF chiarisce che "ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro tipo di patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. (...)".

In secondo luogo in relazione a questa delicata materia sembra potersi affermare anche che pare essere giunto il tempo di compiere una seria riflessione circa l'opportunità di introdurre regole generali di *governance* e di organizzazione interna dei fondi comuni, da inserire nel regolamento del fondo e volte a prevenire in modo stabile situazioni di potenziale conflitto di interesse.

Si potrebbe forse pensare a qualche tipo di norma che rafforzi i poteri attribuiti dal regolamento del fondo ai propri organi interni (assemblea del fondo, assemblea di comparto, comitato di comparto) oltre che all'eventuale introduzione di specifici diritti di carattere amministrativo a favore dei partecipanti dei fondi comuni di investimento<sup>66</sup>.

A tale proposito vale la pena osservare come la migliore prassi operativa si sia già orientata in questo senso, attribuendo sempre maggiori compiti e prerogative agli investitori nella vita del fondo (ad esempio istituendo organi quali l'assemblea del fondo, l'assemblea del comparto, il comitato di comparto, ecc.)<sup>67</sup>.

In realtà una sorta di normativa quadro volta a regolare i conflitti di interessi nell'ambito della gestione collettiva del risparmio esiste già nel nostro ordinamento: si tratta del già menzionato *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* della Banca d'Italia (in seguito anche solo "Regolamento della Banca d'Italia") che richiede espressamente all'organo amministrativo della SGR di vigilare per l'individuazione dei conflitti di interesse e soprattutto, per i fini che qui interessano, di adottare procedure interne idonee a salvaguardare i diritti del fondo e dei suoi partecipanti, in modo tale da ridurre al minimo il rischio potenziale derivanti da tali situazioni<sup>68</sup>. Ma tale norma, oltre ad occuparsi solamente del (pur importante) tema

66 Si ricorda che oggi è l'articolo 39 del TUF ad individuare il contenuto del regolamento del fondo. Regolamento che la dottrina riconduce alla categoria dei contratti normativi unilaterali (cfr. M. Sepe, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 195).

67 Nella prassi l'*assemblea del fondo* riunisce tutti i partecipanti al fondo. È convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione di propria iniziativa ovvero quando ne sia fatta domanda da tanti partecipanti che rappresentano almeno una certa percentuale (ad esempio il 10%) delle quote del fondo. L'assemblea del fondo in genere delibera, tra l'altro, sulle proposte di modifica del regolamento che non influiscano esclusivamente sulle specifiche caratteristiche del singolo comparto e sulla sostituzione della società di gestione. Ogni quota del fondo dà diritto ad un voto nell'assemblea del fondo. L'assemblea del fondo è regolarmente costituita con la presenza di tanti partecipanti che rappresentino la maggioranza delle quote complessivamente emesse e delibera a maggioranza delle quote dei partecipanti intervenuti. L'*assemblea di comparto* riunisce invece i titolari delle quote del relativo comparto. È convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione di propria iniziativa ovvero, quando ne sia fatta domanda da tanti partecipanti che rappresentino una determinata percentuale delle quote del relativo comparto. In genere tale organo delibera sulla nomina del presidente dell'assemblea di comparto e dei membri del comitato di comparto e sulle modifiche al regolamento del fondo proposte dalla SGR o imposte dalla legge che comportino esclusivamente la variazione delle caratteristiche specifiche del singolo comparto. Ogni quota di ciascun comparto dà diritto ad un voto nell'assemblea del comparto di pertinenza. L'assemblea di comparto è regolarmente costituita con la presenza di tanti partecipanti che rappresentino la maggioranza delle quote emesse nel singolo comparto e delibera a maggioranza delle quote dei partecipanti intervenuti. Il *comitato di comparto* è istituito dalla SGR su richiesta di uno o più partecipanti che detengano, anche congiuntamente, una certa percentuale delle quote del comparto (ad esempio il 25%), altrimenti per iniziativa della SGR. Il comitato di comparto ha funzioni consultive nei confronti del consiglio di amministrazione ed, in genere, esprime il proprio parere preventivo ed obbligatorio, ma non vincolante, con riferimento alle seguenti materie: (i) proposte di liquidazione anticipata del comparto, (ii) proposte di modifica del regolamento relative al comparto, (iii) rimborsi anticipati e (iv) operazioni in conflitto di interessi. L'*assemblea generale di tutti i comparti* che riunisce tutti i partecipanti al fondo comune.

68 Per inciso il Regolamento prevedeva che: nel rispetto delle suddette procedure la SGR può compiere nell'interesse del Fondo, anche operazioni di negoziazione di beni con altri fondi o comparti gestiti dalla SGR o da altre società di gestione facenti parte del gruppo della SGR ovvero partecipate da soci della SGR o da soggetti appartenenti al loro

del conflitto di interesse, lascia alla discrezionalità dell'organo amministrativo la tutela concreta dei diritti del fondo e dei suoi partecipanti<sup>69</sup>.

Quanto detto sino ad ora porta a compiere un'altra e più generale considerazione: se questa fosse la tendenza – ossia a far sì che il fondo sviluppi maggiormente regole organizzative interne per ovviare a situazioni di potenziale conflitto di interesse e che in questo modo potrebbe in qualche modo affievolirsi il rapporto diretto tra partecipante al fondo e la società di gestione a favore della crescita del rapporto con gli altri investitori – non si potrebbe forse sostenere che, quantomeno da un punto di vista concettuale, le differenze tra gli organismi di investimento a schema statutario (come sono le SICAV e le SICAF) e quelli a schema contrattuale (come sono i fondi comuni di investimento) in qualche misura vadano sempre più affievolendosi per contaminarsi l'una con l'altra<sup>70</sup>?

Oltre alla banale considerazione del fatto che anche la società – sebbene dotata di una propria personalità giuridica e di una propria organizzazione – è comunque sempre un contratto e che, quindi, entrambe le forme di organizzazione degli OICR (siano esse a schema contrattuale o statutario) si basano su un contratto, laddove anche ai fondi comuni fossero imposte regole organizzative interne per ovviare a situazioni di potenziale conflitto di interesse, entrambi i contratti (il contratto di società della SICAV ed il regolamento del fondo per i fondi comuni) verrebbero ad organizzare in modo abbastanza simile l'attività di investimento tramite la creazione di organi e di regole dell'agire<sup>71</sup>.

Rinviando al terzo capitolo di questo studio dedicato alle conclusioni ogni ragionamento in merito a questi interrogativi, si può comunque si da ora ribadire quanto affermato in precedenza, ossia che in questa materia pare possa svolgere un ruolo importante l'interpretazione, per comprendere se ed entro quali limiti sia possibile applicare (ad esempio con una interpretazione di tipo analogico o estensivo) ai soggetti privi di personalità giuridica quali sono i fondi comuni di investimento, quelle norme pensate dal legislatore essenzialmente per i soggetti dotati di personalità (o soggettività) giuridica.

gruppo e può inoltre investire in OICR gestiti o istituiti dalla SGR, da altre società alla stessa legate tramite controllo comune o con una considerevole partecipazione diretta o indiretta.

69 Sul tema generale del conflitto di interessi all'interno delle SGR si veda: G. Frati, *Conflitto di interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 493 e ss.

70 Tradizionalmente si dice, infatti, che i fondi comuni di investimento si configurano come una categoria di investimenti a schema contrattuale in quanto il rapporto di partecipazione dell'investitore all'organismo è regolato da un documento contrattuale, ossia dal regolamento del fondo (approvato dalla Banca d'Italia) e che le SICAV, invece, rappresentano il modello di organismo a schema statutario nel quale il rapporto di partecipazione all'organismo è disciplinato da disposizioni di rango statutario (lo statuto della SICAV). Sul punto si veda anche F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e disciplina*, Milano, 2017, p. XIII dell'Introduzione; *id.*, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010, p. 453 e ss.

71 Sulla natura del contratto degli OICR contrattuali si vedano: L. Seminara, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 1115 e ss.; G. Leggieri, *Commento sub art. 39*, in Il testo unico della finanza, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, vol. I, p. 591 e ss.

## 2 OICR di private equity e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?

### 2.1 Il problema

Alcuni recenti studi analizzano la struttura proprietaria delle banche cc.dd. "significant" nell'area Euro, e concludono l'analisi suggerendo che, per le banche, si dovrebbe intraprendere un percorso che veda un più ampio ricorso alla diffusione del capitale di rischio, essenzialmente per via della quotazione su *trading venues* riconosciute<sup>72</sup>. Gli effetti virtuosi che deriverebbero da tale processo sarebbero rappresentati sia dalla maggior facilità di reperimento dei capitali, sia dagli impatti sulla *governance* della banca, e sulla sua capacità di meglio strutturare il proprio sviluppo strategico. Il legame tra assetti proprietari e *governance* delle banche, costituisce, peraltro, da tempo uno dei cardini della disciplina di vigilanza sulle banche: un legame che, ad ormai un decennio dallo scoppio della crisi finanziaria, può ora essere indagato anche mediante analisi empiriche, dalle quali ricavare eventuali utili indicazioni circa il grado di correlazione effettiva tra le diverse variabili in gioco. La domanda che si pone, in tale contesto, è se sia riscontrabile un rapporto – e, in caso affermativo, di quale tipo – tra assetti proprietari, *governance* e, modelli di *business* della banca (e, di conseguenza, la *performance* della stessa)<sup>73</sup>.

Orbene, queste indagini – per quanto consta – non sembrano prendere direttamente in considerazione il fenomeno, del tutto peculiare, ma in via di significativa diffusione, che vede la crescente presenza, nel capitale delle banche, di fondi di

72 N. VÉRON, *The Governance and Ownership of Significant Euro-area Banks*, Bruegel, Policy Contribution, Issue n. 15, May 2017. Lo studio di Véron considera le banche significative ai sensi del Regolamento 1023/2013 istitutivo del Meccanismo di vigilanza unico, e scorpora le filiazioni di banche estere, riducendo il campione a 97 banche. L'analisi raggruppa, per tale via, le banche analizzate in sei categorie: (i) banche quotate, nelle quali nessun azionista dispone da solo di sufficiente influenza per modificare la direzione della strategia della banca; (ii) banche nel cui assetto proprietario è presente almeno un azionista di minoranza importante, pur non essendovi un socio di controllo; (iii) banche a controllo privato, nelle quali un socio detiene il controllo del capitale; (iv) banche cooperative; (v) banche controllate dal settore pubblico; (vi) banche nazionalizzate per effetto della crisi. Considerazioni specifiche valgono con riguardo alle banche in mano pubblica: un caso, quest'ultimo, da tempo indagato in letteratura, anche sulla scorta delle soluzioni emerse nell'ambito dei vari salvataggi bancari successivi allo scoppio della crisi finanziaria. Gli studi in materia sono numerosi: per talune considerazioni si vedano, *ex multis*, E. LEVY YEVATI – A. MICCO – U. PANIZZA, *State-Owned Banks: Do They Promote or Depress Financial Development and Economic Growth?*, background paper prepared for the Inter-American Development Bank conference on 'Public Banks in Latin America: Myths and Reality', 2005, disponibile all'indirizzo [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-491.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-491.pdf); P. SAPIENZA, *The Effect of Government Ownership on Bank Lending*, in *Journal of Financial Economics*, 72, 2004, no. 2 (Maggio); A.C. BERTAY – A. DEMIRGÜÇ-KUNT – H. HUIZINGA, *Bank Ownership and Credit Over the Business Cycle: Is Lending by State Banks Less Pro-cyclical?* (June 1, 2012), World Bank Policy Research Working Paper No. 6110 disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2096779>; TH. BARRY – L. LEPETIT – F. STROBEL, *Bank Ownership Structure, Lending Corruption and the Regulatory Environment* (August 3, 2015), in *Journal of Comparative Economics*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2574816>; A. N. BERGER – L. F. KLAPPER – P. MARTINEZ – S. MARIA – R. ZAIDI, *Bank Ownership Type and Banking Relationships* (March 1, 2006), World Bank Policy Research Working Paper No. 3862, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=922988>; G. DE NICOLÒ – E. LOUKOIANOVA, *Bank Ownership, Market Structure and Risk* (September 2007), IMF Working Papers, pp. 1-44, 2007, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1033208>.

73 Questo spunto è tratto dalla relazione presentata da G. LUSIGNANI, al Convegno *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci ed ombre*, Courmayeur, 22-23 settembre 2017, che ha ivi illustrato i risultati preliminari di una ricerca in corso di completamento e di prossima pubblicazione. Ringrazio Giuseppe Lusignani per avermi cortesemente messo a disposizione una prima traccia della relazione scritta.



*private equity*<sup>74</sup>, quali detentori di partecipazioni qualificate o, addirittura, di controllo<sup>75</sup>. Si tratta di un caso che soltanto in via di prima approssimazione può farsi rientrare nelle categorie usualmente considerate per analizzare le strutture proprietarie delle banche: ad esempio, il caso di cui qui si discute potrebbe, in teoria, rientrare nel campione delle banche connotate dalla presenza di un socio di minoranza "qualificato", e ciò là dove – per l'appunto – l'OICR di *private equity* acquisti una partecipazione qualificata, ma non di controllo, nel capitale della banca. Di converso, e qualora ricorra tale ultima circostanza, l'ipotesi di cui si discute potrebbe rientrare in quello delle banche connotate da un socio di maggioranza, e dunque nel campione delle banche a proprietà concentrata. Tuttavia, ricondurre la situazione che qui si intende esaminare a questi sotto-campioni risulta, a nostro avviso, troppo semplificato. Rispetto a quegli schemi, infatti, la situazione che in questa sede preme analizzare presenta, vari profili di specialità: ad esempio, rispetto al caso del socio di minoranza "qualificato", la peculiarità del caso di specie si ravvisa là dove si osserva che gli OICR, e i relativi gestori, sono strutturalmente connotati da una modalità di agire che prevede il perseguimento di interessi di *terzi* (gli investitori/partecipanti all'OICR), secondo uno specifico modello organizzativo che si connota per la presenza di una strutturale separazione tra investitori e soggetto gestore. L'OICR detentore di una partecipazione di rilievo al capitale di una banca configura sì un investitore di minoranza "qualificato", ma connotato da elementi di specialità, a causa dell'eterodestinazione, a beneficio esclusivo dei partecipanti all'organismo di investimento collettivo, dei risultati dell'investimento. Ulteriori elementi di specialità sono rappresentati – come avremo modo di osservare – dalla peculiare prospettiva temporale nella quale, tipicamente, si colloca l'investimento di un OICR, rispetto ad un

74 Sebbene non esista una definizione normativa di *private equity*, si tratta di un'attività che, nella prassi, presenta tratti specifici, connotata da specifici elementi proprio sul piano delle strategie di investimento perseguite: v. *infra* nota 7.

75 Tra le operazioni più di recente concluse in Italia si segnala l'acquisizione, nel 2015, del Gruppo Istituto Centrale delle Banche Popolari (ICBPI) da parte di tre fondi di *private equity*, che hanno acquisito quasi il 90% della Banca capogruppo; nel 2015 un fondo di *private equity* di origine statunitense ha acquisito il 54,212% del capitale della Banca Popolare Lecchese (venduta da Nuova Banca Etruria spa). Casi analoghi hanno riguardato anche la realtà degli Istituti di pagamento: nel 2016 un operatore di *private equity* ha rilevato il 100% di Sisal Group spa (in precedenza già detenuta in via totalitaria da tre fondi di *private equity*). Sempre nel 2015 il Gruppo Fortress ha acquistato, tramite gli OICR gestiti dallo stesso, il controllo di Do Bank (ceduta da Unicredit). Nel 2017, la procedura di amministrazione straordinaria di Gruppo Banca Mediterranea spa si è chiusa, di fatto, con l'acquisizione della Banca da parte di un fondo di *private equity*. Non si sono invece perfezionate altre operazioni, nelle quali grandi operatori di *private equity* hanno manifestato interesse ad acquisire anche la totalità del capitale di banche a volte in difficoltà, oppure che hanno interessato il settore assicurativo (v. a riguardo [http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/10/17/news/al\\_private\\_equity\\_piacciono\\_le\\_banche\\_un\\_affare\\_grazie\\_ai\\_prezzi\\_stracciati-150016031/](http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/10/17/news/al_private_equity_piacciono_le_banche_un_affare_grazie_ai_prezzi_stracciati-150016031/)). Più risalente nel tempo, ma non per questo meno significativo, fu il caso che condusse, nel 2011, il fondo Investindustrial ad acquisire una partecipazione di circa il 10% nel capitale della Banca Popolare di Milano: un'operazione per molti versi pionieristica, posto che, a quanto consta, fu questo uno dei primissimi casi in cui ad un fondo di *private equity* fu concesso di acquisire una quota significativa di partecipazione al capitale di una grande banca italiana. L'operazione si connotò anche per l'introduzione, nello statuto della banca, di particolari clausole, atte a riflettere la situazione di rilievo acquisita dal fondo e ad attribuirgli particolari diritti sul piano della nomina di organi sociali e della *governance*. Sempre in epoca ormai non più recente (2009) la maggioranza del capitale di Banca Profilo spa fu acquisita da Sator Private Equity Fund che, alla data in cui scriviamo (inizio 2018) ne detiene circa il 62%. Tra le operazioni in altri Paesi dell'Unione Europea, merita di essere segnalata, anche per le sue dimensioni, l'acquisizione del 75% del capitale di Novo Bank, in Portogallo, da parte del fondo statunitense Lone Star: operazione realizzata nello scorso mese di ottobre 2017. Un altro caso particolarmente significativo in Italia è rappresentato dal Fondo Atlante, costituito da Quaestio SGR nel 2016 al fine di provare a "salvare" due importanti banche locali (Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza), che sono state soggette a risoluzione nel 2017.

soggetto diverso. Soprattutto, le specifiche modalità e la natura stessa dell'attività svolta dall'OICR – che si connota per il perseguimento di una politica di investimento di natura spiccatamente finanziaria – finiscono per colorare l'operazione di profili del tutto peculiari. In questo caso la detenzione della partecipazione ed, eventualmente, l'esercizio del controllo vengono a combinarsi con la prospettiva tipicamente *finanziaria* dell'investimento. Peraltro, è inevitabile che sorgano questioni ben più specifiche e complesse nel caso in cui l'OICR posseda una partecipazione di controllo nel capitale della banca.

In queste pagine si intendono analizzare soprattutto i temi connessi con i profili di vigilanza prudenziale riferibili al caso delle partecipazioni qualificate di OICR al capitale delle banche. Quella che qui interessa costituisce, naturalmente, una soltanto delle varie prospettive dalle quali il fenomeno può essere analizzato: essa presenta, crediamo, profili di interesse non soltanto per la sua rilevanza concreta (testimoniata dalla crescente diffusione del fenomeno), ma anche perché essa funge da punto di osservazione delle numerose intersezioni che si danno tra disciplina del mercato mobiliare, da un lato, e disciplina delle banche e dell'attività bancaria, dall'altro: intersezioni che, soprattutto alla luce delle esperienze maturate, e maturande, dopo la crisi finanziaria, appaiono sempre più intense, e dense di implicazioni (si pensi, per tutti, al tema del progressivo scolorimento della distinzione tra rischio tipicamente associabile alla raccolta di risparmio bancario, e rischio finanziario, conseguente alla disciplina sulla risoluzione delle banche e al c.d. regime del "*bail-in*"). L'analisi, in altre parole, mostra come la compartimentalizzazione della disciplina del mercato dei capitali, tutt'ora strutturata in "silos" tendenzialmente indipendenti l'uno dall'altro, sia suscettibile di creare frizioni di non agevole soluzione ma che, al contempo, fungono da stimolo per riflessioni più generali.

### *Crisi finanziaria e inquadramenti normativi*

Come ampiamente noto, la crisi finanziaria ha posto al centro del dibattito il tema delle crisi bancarie, sotto il duplice profilo della loro *prevenzione*, e della loro *gestione*, con ciò innescando trasformazioni di enorme portata, riflesse in ampie riforme della disciplina comunitaria (Meccanismo di vigilanza Unico; Disciplina sulla risoluzione delle banche; Revisione del *Single Rulebook*). Il tema del rafforzamento della solidità delle banche, e, in generale, dei complessivi meccanismi della vigilanza prudenziale costituisce il principale *fil rouge* che corre lungo l'ampio ventaglio di innovazioni legislative, molte di portata radicale, che hanno investito la più recente legislazione bancaria europea. I profili di debolezza emersi nel corso della crisi hanno però innescato riforme anche in pressoché tutti i comparti limitrofi della disciplina del mercato dei capitali e, tra questi ultimi, anche della gestione collettiva del risparmio, culminate nell'ultima revisione della Direttiva UCITS (il cui nucleo originario risale al 1985) e nell'emanazione della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (AIFMD)<sup>76</sup>. In particolare, l'entrata in vigore della Direttiva AIFM ha per così dire

<sup>76</sup> La maggior parte degli spunti dai quali hanno mosso le riforme introdotte nell'ultimo decennio traggono origine, come noto, dal Rapporto del Gruppo presieduto da Jacques de Larosière, pubblicato nel febbraio del 2009 (il docu-

“completato” il quadro europeo in materia di organismi di investimento collettivo, colmando la lacuna lasciata aperta dalla risalente (seppur via via aggiornata) Direttiva UCITS: proprio per effetto di tale percorso, il sistema offre oggi una disciplina sufficientemente compiuta, in ambito europeo, della gestione collettiva del risparmio, che si trova frequentemente, chiamata a “dialogare”, sotto forme diverse, con quella applicabile alle banche: un vero e proprio punto di incrocio, un “melting pot”, tra comparti distinti del mercato dei capitali.

Sul piano concreto, l'acquisto di una partecipazione qualificata al capitale di una banca da parte di un fondo comune di investimento può rispondere a logiche diverse, inquadrabili muovendo da diverse prospettive: quella più propriamente strategica, quella economico-finanziaria, quella che esamina il fenomeno in una tipica visione di vigilanza prudenziale prevalentemente attenta ai profili della sana e prudente gestione della banca *target*. Il fenomeno può anche indagarsi dalla prospettiva della disciplina della gestione collettiva, la quale offre taluni schemi particolarmente utili per inquadrare le diverse casistiche ed elaborare, se possibile, una prima tassonomia di un fenomeno ancora in evoluzione.

Ai fini che qui interessano, e anche sulla scorta dell'evoluzione normativa in materia di gestione collettiva, si possono distinguere, quantomeno in linea di prima approssimazione, due schemi di base: un primo schema che considera l'investimento alla stessa stregua di un qualsiasi altro *asset* finanziario; un secondo schema nel quale, invece, l'OICR sviluppa una strategia di investimento connotata da ulteriori elementi tipici delle operazioni di *private equity*.

Nella prima prospettiva, in particolare, l'operazione di cui si discute può rispondere, in capo all'OICR, ad una logica di puro investimento finanziario, senza recare con sé alcuna implicazione sul piano della gestione dell'impresa bancaria *target*, o della creazione di un legame stabile con la banca, là dove l'OICR non si pone in alcun modo l'obiettivo di intervenire nei processi strategici o di governance della banca partecipata: in questo senso, un OICR può decidere di investire in una banca come in qualsivoglia altra *asset class*, o in qualsivoglia altra tipologia di impresa. Tale fenomeno interessa, soprattutto, gli OICR di tipo aperto, essenzialmente rientranti nell'ambito della Direttiva UCITS, i quali investono in strumenti finanziari liquidi quotati su mercati regolamentati e che possono essere più o meno specializzati ad investire in determinate aree geografiche o in determinati settori. Anche in Italia, così come in altri Paesi europei, la presenza nel capitale delle banche quotate di fondi di investimento, in specie di tipo aperto, con partecipazioni anche non trascurabili, è andata via via aumentando nel corso degli ultimi anni, arricchendo di per sé il già articolato dibattito sul ruolo degli investitori istituzionali nel capitale degli emittenti quotati, e suscitando articolate riflessioni, la maggior parte delle quali incentrate sui tipici problemi di *corporate governance*<sup>77</sup>.

mento, di cui non ci stancheremo di rimarcare l'importanza, è disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

77 V. M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, Egea, 2015, 247 ss. Studi recenti si stanno soffermando sulle implicazioni che il fenomeno assume in una logica trasversale, che chiama in gioco considerazioni di antitrust: v. A. FERRELL – J. MORLEY,

In una seconda prospettiva, e secondo quanto già osservato, l'operazione che porta un OICR ad acquisire una partecipazione significativa al capitale di una banca può però rispondere ad una più articolata strategia di investimento, con la quale l'OICR punta a valorizzare nel tempo la partecipazione, secondo una logica di investimento di medio-lungo periodo, connotata dall'esercizio di sue prerogative in qualità di azionista *qualificato* (nomina di esponenti aziendali; concorso nella definizione di piani strategici; sviluppo prospettico della banca, ecc.)<sup>78</sup>: è questa, tipicamente, la logica che connota le operazioni di *private equity*, proprie dell'universo, in verità alquanto diversificato, degli OICR di tipo chiuso riconducibili a tale categoria (che – si badi – sul piano normativo è puramente descrittiva)<sup>79</sup>. Tipicamente, nelle

*New Special Study of the Securities Markets: Institutional Intermediaries*, Yale Law & Economics Research Paper No. 580, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3005542>, i quali osservano che "Some of this research suggests that the largest managers' stakes are so vast and so widespread that they might be tilting toward monopolization. In one paper, José Azar, Martin Schmalz, and Isabel Tecu (2016) show that as a handful of large investment managers came to control increasingly large stakes in every major airline, the intensity of price competition among the airlines decreased.<sup>39</sup> Labeling this phenomenon "horizontal ownership," a number of legal scholars have argued that although the declines in competition likely do not reflect direct collusion by investment managers, overlapping ownership by investment managers should nevertheless be regulated as an antitrust problem (Elhaug, 2016; Posner, Morton & Weyl, 2017). The investment management industry, understandably, tends to believe there is nothing to worry about. And even many academics argue that there are yet reasons to remain skeptical of the academic evidence. Still, even if one feels inclined to accept the investment management industry's skepticism, it is important to take the issue of horizontal ownership seriously. Though no one can tell the future, the potential impact of concentrated ownership is vast. It is now possible to foresee a day when the clients of two or three large investment managers might hold thirty percent of the shares of a majority of America's large public companies. Though the intentions of investment managers may be entirely benign, the power that these growing stakes will bring is too significant to ignore". Il fenomeno andrebbe esaminato dal punto di vista della concorrenza "orizzontale" – i.e. l'acquisto da parte di più soggetti di partecipazioni in società concorrenti – come si ricava da E. ELHAUGE, *Horizontal Shareholding*, in *Harvard Law Review*, 2016, vol. 129, p. 1267 ss.

- 78 Preme rilevare, nuovamente, un punto di possibile contatto, o di assonanza, con la disciplina *antitrust*: i criteri enunciati nel testo sono assai vicini alla nozione di "influenza strategica", che rileva ai fini ai fini del riconoscimento di una influenza determinante nell'ambito della disciplina *antitrust*. V. riguardo Commissione UE, Comunicazione consolidata della Commissione sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (2008/C 95/01), in specie sub par. 66-72.
- 79 Come noto, non esiste, né nella disciplina europea, né in quella interna, una definizione di "*private equity*": gli OICR che, descrittivamente, vengono ricondotti all'interno di tale categoria sono generalmente, sul piano normativo, OICR di tipo chiuso, ma con caratteristiche potenzialmente alquanto diversificate. La disciplina europea conosce soltanto regole settoriali specifiche per alcuni tipi specifici di OICR in senso lato riconducibili a tale categoria, come ad esempio gli OICR cc.dd. "EuVeCa", "EuSeF", o gli "ELTIF", che si sono affacciati nel panorama della normativa UE a seguito della Direttiva AIFM: v. a riguardo J. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*. *Oxford Legal Studies Research Paper* No. 40/2011, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1886186>. Nella letteratura giuridica i confini della nozione sono dunque ricavati indirettamente dalla letteratura economico-finanziaria, dove, di contro, la categoria degli OICR di *private equity* è dotata di caratteri distintivi meglio identificabili. In Italia, l'Associazione Italiana del *Private Equity*, *Venture Capitale Private Debt*, ha definito "*private equity*" "*l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine*" (cfr. A. GERVASONI – F. SATTIN, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, IV edizione, Milano, Guerini Next, p. 28. La definizione è ripresa anche dal recente contributo di G. A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, EGEE, 2017 e, per la letteratura economico-finanziaria, D. J. Cumming – S. A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier, 2<sup>a</sup> ed., 2013; J. Lerner – F. Hardyman, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, John Wiley & Sons, 5<sup>a</sup> ed., 2012; S. Breslow – Ph. Schwartz, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Practising Law Institute, 2<sup>a</sup> ed., 2017; S. Caselli – G. Negri, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, 3<sup>a</sup> ed., 2018; H. Cendrowski – L. W. Petro – J. P. Martin – A. A. Wadecki, *Private Equity: History, Governance, and Operations*, John Wiley & Sons, 2<sup>a</sup> ed., 2012; J. Lerner – A. Leamon – F. Hardyman, *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, John Wiley & Sons, 2012; A. Gervasoni, *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerini Next (18 dicembre 2014); B. Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ri-*

operazioni di *private equity*, l'investitore si riserva tipicamente alcuni specifici diritti, a volte di supervisione e controllo, a volte più direttamente influenti sulle strategie dell'impresa, che si combinano con specifici diritti negoziali che consentono di liquidare l'investimento entro un determinato arco temporale<sup>80</sup>.

Naturalmente, nella pratica può non essere facile distinguere in maniera chiara le diverse casistiche: la logica che sorregge l'investimento può, infatti, essere molto articolato, caratterizzato da elementi ancor più granulari di quanto notato sopra, e dotato di sfumature diversificate. Tuttavia, come conferma anche l'evoluzione della normativa in materia di gestione collettiva in questo settore, la distinzione di cui sopra può offrire un primo utile schema almeno ai fini dell'analisi che intendiamo di seguito sviluppare.

In entrambi i casi, la presenza "qualificata" di organismi di investimento collettivo nel capitale di una banca solleva problematiche complesse, molte delle quali appartengono, per così dire, al *mainstream* dei temi connessi con la *corporate governance*, nelle sue varie declinazioni, e, in tale ambito, con quelli che attengono alla partecipazione di investitori istituzionali al capitale delle imprese<sup>81</sup>. Le operazioni specificamente riconducibili al filone del *private equity* sollevano però, in tale contesto, questioni specifiche sul piano della vigilanza prudenziale, le quali originano dalla stessa natura che connota, in tal caso, l'investimento da parte dell'OICR, e che attengono alle specifiche interferenze tra disciplina bancaria, da un lato, e disciplina della gestione collettiva, dall'altro.

cerca giuridica della consulenza legale, Banca d'Italia, n. 55, 2002, ove ulteriori riferimenti alla distinzione tra *private equity* e *venture capital*.

- 80 V. a riguardo, G. A. MAZZA, *op. cit.*, il quale osserva che in un'operazione di *private equity* l'investimento si accompagna al riconoscimento, da parte degli altri soci, o del socio di maggioranza, di alcuni diritti "tipici", tra cui: (a) il diritto di sorvegliare l'amministrazione della *target company* (e, se possibile, di farvi partecipare persone di propria fiducia); (b) il diritto di influire sulle decisioni strategiche (o comunque straordinarie) rimesse alla competenza, rispettivamente, dei soci e dell'organo amministrativo della *target company*; e (c) il diritto di attivare meccanismi negoziali tali da permettere comunque la liquidazione dell'investimento entro un dato periodo di tempo (c.d. "diritto di exit").
- 81 Il crescente *focus* sul tema della *corporate governance* delle banche – che si lega indissolubilmente a quello degli assetti proprietari e della vigilanza prudenziale – è questione nota, ma le cui implicazioni sono ancora in fieri, anche sulla scorta del processo di edificazione della *banking union*. È, tuttavia, evidente che, dopo la crisi finanziaria e il sostanziale fallimento dei tradizionali modelli di supervisione bancaria, il peso crescente che viene attribuito alla *governance* della banca riflette una nuova visione dello stesso modello di vigilanza, dove il tema del capitale, della liquidità, sono quantomeno da valutarsi in un approccio olistico rispetto al primo. Cfr. in argomento A. BELTRATTI – R. M. STULZ, *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-012, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1433502>; L. LAEVEN – R. LEVINE, *Bank Governance, Regulation, and Risk Taking* (June 2008), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1142967>; K. HOPT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in: E. WYMEERSCH – K. J. HOPT – G. FERRARINI, eds., *Financial Regulation and Supervision, A post-crisis analysis*, Oxford University Press 2012, pp. 337-367; ECGI – Law Working Paper No. 181/2011, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1918851>; M. SCHMID – G. SABATO – V. AEBI, *Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis* (October 11, 2011), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1942896>; H. MEHRAN – A.D. MORRISON – D. ALAN – J.D. SHAPIRO, *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?* (June 1, 2011). FRB of New York Staff Report No. 502, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1880009>; F. CAPRIGLIONE – R. MASERA, *Bank Corporate governance: a new paradigm*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 5, part 2, 2016, 201 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2/2017, 241 ss.

## 2.2 La prospettiva della disciplina della gestione collettiva: OICR e partecipazioni di controllo dalla UCITS alla AIFMD

### *Il regime UCITS*

Che i "volti" che può assumere l'investimento azionario di un OICR al capitale di una banca possano ricondursi, in via di prima approssimazione, ai due schemi sopra evocati è in qualche modo comprovato dall'evoluzione che la disciplina della gestione collettiva ha conosciuto negli anni. Se si ha riguardo alla disciplina di rango comunitario, la forma primigenia che l'organismo di investimento collettivo assume nella originaria Direttiva UCITS (risalente al 1985) e in pressoché tutte le legislazioni europee (tra cui la legge n. 77/1983) è quella tipicamente riconducibile ad uno schema di investimento di massa, rivolto al pubblico indistinto, connotato da un elevato tasso di liquidabilità: la forma, per così dire canonica, dell'organismo di investimento collettivo di tipo "aperto", rivolto al pubblico (e, dunque, in quanto tale, assoggettato anche alla disciplina delle offerte al pubblico e del prospetto informativo). In questa prima prospettiva – risalente agli schemi-archetipo dell'*investment trust* di matrice angloamericana – l'OICR opera in una logica connotata in genere dalla mancata assunzione di partecipazioni qualificate al capitale delle imprese e, sul piano normativo, da precisi divieti che, con modalità diverse, vogliono evitare che l'organismo collettivo possa esercitare un'influenza dominante, o anche solo significativa, nel capitale delle imprese medesime. Tralasciando le singole modifiche intervenute nel corso degli anni sulla normativa, l'approccio descritto continua a distinguere le norme UE sugli OICVM<sup>82</sup> ed è sostanzialmente confermato da norme che si applicano anche ai fondi alternativi non riservati che rientrano nel campo di applicazione della AIFMD<sup>83</sup>.

### *AIFMD e OICR riservati*

Risulta differente l'impostazione seguita dalla Direttiva AIFM, per quanto riguarda, soprattutto, i fondi alternativi rivolti a investitori professionali: sono proprio questi gli OICR che, negli ultimi tempi, si sono affacciati alle soglie del capitale delle banche, con operazioni volte ad acquisirvi partecipazioni significative, se non addirittura di controllo o, in alcuni casi, pressoché totalitarie. Tali OICR possono dunque anche acquistare una partecipazione rilevante o, addirittura, il controllo di una socie-

82 Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, da ultimo modificato e integrato il 17 gennaio 2017, prevede infatti (1) limiti agli investimenti in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto, in quanto un fondo non può investire più del 5% del totale delle proprie attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente; (2) limiti riferiti al patrimonio del fondo, in quanto lo stesso non può investire più del 20% del totale delle proprie attività in strumenti finanziari, depositi bancari o esposizioni ottenute tramite derivati di uno stesso soggetto; (3) limiti ai diritti di voto, in quanto una SGR non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al 10% se la società è quotata e al 20% se la società non è quotata.

83 Per i fondi alternativi, rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD, i limiti sono superiori a quelli previsti per gli OICVM: si veda il Regolamento della Banca d'Italia in materia di Gestione Collettiva del Risparmio, Titolo V, Cap. III, Sez. III, paragrafo 1 e Sez. V, paragrafi 2, 3.1 e 6.

tà quotata o non quotata e, in linea di principio, anche di una banca (o di un altro soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale) posto che la disciplina applicabile a tali OICR non pone alcun limite settoriale alla tipologia di investimenti ammissibili<sup>84</sup>. Resta naturalmente ferma l'applicazione di discipline specifiche, a partire dalla disciplina *antitrust*, da quelle che attengono alla trasparenza degli assetti proprietari di emittenti quotati, all'OPA, o a quelle settoriali che prevedono, in caso di acquisto di partecipazioni superiori a determinate soglie, l'obbligo di ottenimento di autorizzazioni preventive, come tipicamente accade, per l'appunto, per banche o soggetti vigilati. Si tratta, tuttavia, di regole che discendono non già dalla disciplina in materia di OICR, ma dalle regole riferibili alla *tipologia di società target*.

Il sistema normativo, dopo la Direttiva AIFM, non è comunque del tutto indifferente ad operazioni quali quelle di cui si discute, sebbene – nuovamente – in una prospettiva che prescinde da logiche di settore, e che dunque connota l'investimento da parte di un OICR in imprese tanto industriali, quanto finanziarie. In tal senso, specifiche disposizioni si rinvencono, nel contesto della AIFMD, in merito al c.d. divieto di "disaggregazione delle attività" ("*asset stripping*"), che trovano applicazione nel caso in cui il fondo acquista una partecipazione di controllo in un'impresa: si tratta di regole che puntano a ridurre il rischio di comportamenti opportunistici tali da comportare l'appropriazione, da parte dell'OICR, di risorse patrimoniali e finanziari dell'impresa partecipata<sup>85</sup>. Anche in questo caso, la prospettiva dalla quale muove la disciplina della gestione collettiva è neutra rispetto alla natura della società *target*: le regole sulla disaggregazione trovano, pertanto, applicazione indipendentemente dalla natura, o dalla tipologia della società partecipata. Naturalmente, come appare intuitivo, là dove la società *target* sia un intermediario finanziario o una banca, le disposizioni in tema di disaggregazione assumono specifica rilevanza sul piano delle regole di vigilanza prudenziale: tuttavia, ferma l'affermazione che precede – piuttosto ovvia – dalla prospettiva della disciplina della gestione collettiva l'acquisto di una parteci-

84 La nozione di controllo di una società emittente adottata dalla Direttiva AIFM è compiuta con un rinvio all'art. 5, paragrafo 3, della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

85 Il Considerando 58 della AIFMD statuisce quanto segue: "The notification and disclosure requirements and the specific safeguards against asset stripping in the case of control over a non-listed company or an issuer should be subject to a general exception for control over small and medium-sized enterprises and special purpose vehicles with the purpose of purchasing, holding or administering real estate. Further, those requirements do not aim at making public proprietary information which would put the AIFM at a disadvantage vis-à-vis potential competitors such as sovereign wealth funds or competitors that may want to put the target company out of business by using the information to their advantage. The obligations to notify and disclose information should therefore apply subject to the conditions and restrictions relating to confidential information set out in Directive 2002/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2002 establishing a general framework for informing and consulting employees in the European Community and without prejudice to Directives 2004/25/EC and 2004/109/EC. This means that Member States should provide that within the limits and conditions laid down by national law the employees' representatives, and anyone assisting them, are not authorised to reveal to employees and to third parties any information affecting the legitimate interests of the company that has expressly been provided to them in confidence. Member States should, however, be able to authorise the employees' representatives and anyone assisting them to pass on confidential information to employees and to third parties bound by an obligation of confidentiality. Member States should provide that the relevant AIFMs do not request the communication of information by the board of directors to the employees' representatives or, where there are none, the employees themselves, when the nature of that information is such that, according to objective criteria, it would seriously harm the functioning of the company concerned or would be prejudicial to it. The notification and disclosure requirements and the specific safeguards against asset stripping should also apply without prejudice to any stricter rules adopted by Member States".

pazione, anche di controllo, al capitale di una banca da parte di un OICR riservato non incontra, dunque, alcun limite a priori. Eventuali limiti potrebbero, semmai, eventualmente derivare dal contratto: spetta infatti alla politica di investimento dell'OICR, definita nei relativi documenti costitutivi, disciplinare eventuali limiti o criteri in proposito, ad esempio stabilendo limiti di concentrazione, criteri inerenti la tipologia di società *target*, limiti di ricorso alla leva finanziaria, ambiti geografici, ecc. Tali questioni – riflesse nella politica di investimento dell'OICR – condizioneranno le strategie di investimento e, in tale ambito, anche la "sorte" dell'investimento qualificato in una determinata impresa (finanziaria o meno, a seconda dei casi)<sup>86</sup>.

### *La politica d'investimento dell'OICR: un elemento essenziale*

Fermo quanto precede, è tuttavia opportuno porre in luce che gli stessi elementi costitutivi della nozione generale di organismo di investimento collettivo colorano, in via indiretta e, al contempo, decisiva, la natura e le caratteristiche delle operazioni di cui si discute. Al fine di meglio precisare questa affermazione, è necessario prendere in esame alcuni tratti qualificanti la stessa nozione (*recite*, la fattispecie) di organismo di investimento collettivo. Tali tratti sono ricavabili dalla definizione generale di OICR formulata dall'art. 4 della Direttiva AIFMD, da leggersi alla luce delle Linee Guida dell'ESMA emanate a riguardo<sup>87</sup>.

Senza entrare nei dettagli di una materia particolarmente complessa, il requisito che – a nostro avviso – presenta la maggiore capacità di caratterizzazione della stessa nozione generale di OICR e, per molti versi, anche il più complesso da identificare, è rappresentato dalla sussistenza, in capo all'organismo di investimento collettivo, di una "politica di investimento predeterminata" vincolante nei rapporti con i partecipanti all'OICR stesso. L'inquadramento di questo elemento solleva varie e non agevoli questioni interpretative<sup>88</sup>, che qui non si intendono richiamare, se non per quanto funzionale alla disamina del problema sul quale intendiamo soffermarci<sup>89</sup>.

86 L. MULA, Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014, in *Diritto Bancario*, 2014; E. STRIPPOLI, Le Sgr e le partecipazioni rilevanti, in AA.VV., *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'APICE), Bologna, 2016, p. 239 e ss.

87 La nozione generale di OICR discende, oggi, dalla Direttiva AIFM: essa assorbe quella più risalente introdotta dalla Direttiva UCITS. Ci sia consentito rinviare, a riguardo, a F. ANNUNZIATA, *Gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, EGEE, 2017.

88 La stessa identificazione della nozione risulta, in realtà, problematica. La gamma molto ampia e variegata di beni e attività, anche non strettamente finanziari, che possono comporre un OICR, così come le diverse forme organizzative che lo stesso può assumere, nonché il diverso profilo di rischio dei diversi prodotti (anche in funzione di diverse categorie di investitori ai quali l'OICR può essere destinato), rappresentano soltanto alcuni dei profili che rendono particolarmente complesso identificare tale elemento, rendendo il labile il confine tra una vera e propria politica di investimento (intesa nel contesto della disciplina della gestione collettiva), e una strategia di tipo industriale o commerciale.

89 Tra le questioni principali figura, innanzitutto, quella in base alla quale la politica di investimento di un OICR deve essere "predeterminata". In tal senso, il termine sembra indicare un elemento che (i) è stabilito, e dunque esiste, *prima* o – al più tardi – *contestualmente* al perfezionarsi dell'operazione di investimento *da parte dell'investitore*; (ii) è tendenzialmente *rigido* nel tempo, proprio perché è stabilito *ex ante* (salvi eventuali formali meccanismi di modifica della stessa in fase successiva); (iii) può desumersi da vari fattori, documenti, e anche (eventualmente) in via di fatto (con i limiti che derivano, evidentemente, dai profili probatori che, a seconda delle circostanze, si pongono). Quanto



In particolare, sulla base delle Linee guida ESMA (par. 20), la politica d'investimento consiste, innanzitutto, nell'identificazione dei criteri che il gestore deve seguire per l'attività di investimento. Secondo le Linee guida, tali criteri includono *uno o tutti i seguenti elementi*: (i) investire in certe categorie di attività o attenersi ai vincoli sull'allocazione degli investimenti; (ii) seguire determinate strategie; (iii) investire in particolare regioni geografiche; (iv) rispettare limiti in materia di leva finanziaria; (v) rispettare i periodi di detenzione minimi, oppure (vi) rispettare altri limiti volti ad assicurare una diversificazione del rischio.

Risulta evidente che, secondo le Linee guida ESMA, l'elemento della politica di investimento assolve, in via prioritaria, alla funzione di *delimitare* e *circoscrivere* l'attività del gestore, ovvero (il che è lo stesso) di porre limiti alla sua *discrezionalità* (in tal senso, il riferimento ai "criteri" che il gestore deve seguire). In secondo luogo la politica di investimento non rileva sul piano dell'oggetto dell'investimento, bensì su quello delle *modalità* con le quali è perseguito il programma di attività che in essa viene riassunto, e si identifica. Un terzo elemento che si rileva dal tenore del documento ESMA attiene al fatto che una politica di investimento, per dirsi tale, deve risultare in qualche modo circostanziata, o specifica: sebbene l'ESMA affermi che gli elementi indicati nelle Linee guida non devono essere, necessariamente, tutti presenti, è tuttavia chiaro che l'assenza di ogni indicazione puntuale in merito alle scelte che il gestore può/intende compiere non è sufficiente a connotare ciò che la Direttiva intende, per l'appunto, con l'espressione "politica di investimento". In tal senso, è stato ad esempio chiarito (v., in Italia, il Regolamento OICR della Banca d'Italia), che l'indicazione di una *business strategy*, che indichi, genericamente, settori o ambiti di attività, senza però definire, puntualmente, uno o più elementi specifici (concentrazione, limiti di investimento; ricorso alla leva; ciclo temporale degli investimenti, ecc.), non è qualificabile, a stretto rigore, una "politica di investimento" propria di un organismo di investimento collettivo del risparmio.

Ciò detto, si deve però osservare che – anche qualora sussistessero, con un sufficiente grado di precisione – tutti gli elementi di cui all'elenco che l'ESMA propone (seppur in via esemplificativa), residuerebbe il dubbio di stabilire quando la "politica" così stabilita assuma effettivamente rilievo sul piano della *finanziarietà* dell'attività svolta. In molti casi, infatti, sarebbe difficile stabilire, semplicemente riscontrando gli elementi di cui sopra, se l'entità svolga un'attività commerciale (o

alla *stabilità* della politica di investimento, tale elemento deriva, necessariamente, dal carattere predeterminato della stessa, che la rende – come appunto già osservato – tendenzialmente rigida. Ciò non significa, naturalmente, che la politica di investimento risulti imm modificabile in una fase successiva, ma unicamente che tali modifiche potranno essere apportate soltanto con l'osservanza delle regole di volta in volta applicabili, ad esempio quelle che rilevano in funzione della tipologia di OICR (contrattuale o statutario) e della sua natura (aperta o chiusa). L'elemento della predeterminazione della politica di investimento assume, peraltro, particolare rilievo nel contesto della partecipazione di OICR al capitale delle banche, alla luce degli "impegni" che, a volte anche solo implicitamente, vengono richiesti ai soggetti che intendono acquisire partecipazioni qualificate al capitale delle banche. Oltre ad essere predeterminata, la politica di investimento che connota un OICR è vincolante nei confronti dei partecipanti all'organismo di investimento collettivo: tale elemento va inteso, secondo l'ESMA, nel senso che l'organismo o la persona giuridica che gestisce l'organismo ha un *obbligo* (qualunque ne sia la fonte) nei confronti degli investitori, che essi possono far valere per legge e che impone al gestore di seguire la politica d'investimento, comprese tutte le *modifiche* effettuate su quest'ultima. Se si ha riguardo alle varie forme organizzative degli OICR, il requisito andrà, di volta in volta, riferito ai singoli contesti: la vincolatività deriverà ad esempio dal contratto (OICR contrattuali); dallo statuto o dall'atto costitutivo (OICR statutari); dal *deed of trust*; ecc.

industriale), oppure finanziaria, giacché pressoché tutti gli indici a tal fine richiamati dal paragrafo 30 delle Linee Guida possono, in teoria, riscontarsi anche nella definizione di una strategia d'impresa non finanziaria: in specie, ma non soltanto, là dove, l'oggetto dell'attività non sia, a sua volta, rappresentato da investimenti *tipicamente* finanziari.

A soccorso dell'interprete devono dunque giungere ulteriori elementi e, tra questi, assume rilievo quello che attiene al c.d. "rendimento aggregato", di cui danno conto – nuovamente – le Linee guida. Il riferimento al "rendimento aggregato" figura già nel paragrafo 12 delle Linee guida ("*l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per detti investitori*") e viene poi ripreso al punto 20, dove si tratta della politica di investimento ("*Un organismo che ha una politica relativa alle modalità di gestione del capitale dallo stesso aggregato per generare un rendimento aggregato per gli investitori da cui ha raccolto detto capitale, dovrebbe essere ritenuto in possesso di una politica d'investimento predeterminata ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto i), della direttiva GEFIA*").

Le Linee guida forniscono vari indici utili potenzialmente alla ricostruzione di tale elemento: si precisa, in particolare, che, con tale espressione, si intende "*il rendimento generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita di beni di investimento - comprese le attività finalizzate a ottimizzare o aumentare il valore di tali beni - a prescindere dal fatto che siano previsti rendimenti differenziati per gli investitori, quali quelli assicurati da una politica di dividendi personalizzati*".

La formula appare, in vero, alquanto fumosa, anche perché introduce elementi eccentrici rispetto alla definizione della Direttiva, e in parte, forse, non del tutto conferenti: non è, ad esempio, chiaro perché le Linee Guida avvertano l'esigenza di accennare al profilo dei "rendimenti differenziati", o dei "dividendi", nel contesto di una previsione che vorrebbe delimitare la natura, ossia l'oggetto, dell'attività finanziaria tipica di un OICR, che andrebbe riguardata – più che sul fronte della distribuibilità degli *utili* o dei *profitti*, ossia da una prospettiva, per così dire "esterna" – da una prospettiva "interna" (ossia che consideri, oggettivamente, le *caratteristiche* dell'attività di gestione). Essa inoltre, pare eccessivamente ampia, in quanto potenzialmente riferibile anche a profili che, in generale, connotano la partecipazione al capitale di rischio delle società nel sistema del diritto comune, e lo scopo lucrativo ad esse sotteso, e di conseguenza insufficienti a catturare la "natura" dell'OICR.

Una lettura restrittiva di tale elemento risulta, allora, imporsi e va intesa nel senso già indicato: la locuzione *rischio condiviso* non è da riferirsi agli strumenti, o alle modalità che connotano la partecipazione all'OICR, e la distribuzione del relativo utile e neppure all'oggetto dell'attività di gestione, quanto, piuttosto, alle *modalità*, alle *tecniche* e alla *finalità* con le quali si svolge l'attività di investimento. Tale ricostruzione appare, a dire il vero, l'unica coerente con la definizione di attività di gestione collettiva prevista dall'art. 4, paragrafo 1, lett. w), AIFMD – e ripresa dall'art. 1, comma 1, lett. n), TUF – che considera come rientranti in tale attività quella di gestione (finanziaria) del portafoglio e quella relativa alla gestione del rischio. Secondo

tale definizione, l'attività di gestione collettiva si compone di due elementi: il primo è rappresentato dalla gestione del portafoglio, secondo uno schema che connota i fenomeni gestori in generale, tra i quali, ad esempio, la gestione individuale, le forme di investimento previdenziale, ecc.; il secondo elemento è rappresentato dalla gestione del *rischio*. Proprio perché il portafoglio di un OICR è, per sua natura, diversificato, l'attività di gestione si connota sia per una scelta di allocazione delle risorse di compendio del patrimonio stesso, sia per la gestione del rischio inerente il portafoglio medesimo. I due profili risultano tra loro strettamente connessi, di guisa che l'uno non può, in realtà, esistere senza l'altro, pena lo scolorimento dell'attività di gestione collettiva in un fenomeno diverso. Ed infatti, la semplice gestione del rischio di un portafoglio<sup>90</sup>, che non si accompagna – anche – alla tipica attività di investimento e disinvestimento dello stesso, non può configurare attività di gestione di un OICR, risolvendosi – semplicemente – in un'attività di *risk management* di un portafoglio di investimenti<sup>91</sup>. Oltre a saldarsi con le teorie di gestione del portafoglio, il riferimento alla gestione del rischio riconduce, per così dire, la nozione di OICR quale risulta dalla Direttiva AIFM e dalle Linee Guida, alle ricostruzioni più risalenti del fenomeno, quali si rinvengono sia nella letteratura, sia nei sistemi che per primi hanno disciplinato la gestione collettiva: la gestione dei capitali raccolti dall'investimento collettivo, nella prospettiva di svolgerne la gestione professionale, al fine di assicurare diversificazione del portafoglio e la gestione dei rischi impliciti nel portafoglio, è da sempre rappresentata come l'attività che connota l'essenza del fenomeno della gestione collettiva, sebbene in contesti e secondo prospettive che, nel tempo, sono necessariamente mutate. Rispetto alla tradizionale, e più risalente, visione – in base alla quale l'organismo di investimento collettivo svolge la funzione di *ridurre* o addirittura di eliminare il più possibile i rischi connessi con la gestione del portafoglio diversificato<sup>92</sup> – l'evoluzione dei mercati ha visto il ricorso allo strumento della gestione collettiva anche per perseguire obiettivi più spiccatamente speculativi<sup>93</sup>, di guisa che – sulla

90 Sulle peculiarità della gestione del rischio nei fondi di *private equity* v. A. BUCHNER, *Risk Management for Private Equity Funds*, in *Journal of Risk*, Vol. 19, No. 6, 2017, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3012551>.

91 In tal senso v. l'art. 6, comma 5, lett. c), AIFMD, in base al quale si ricava che un gestore di GEFIA non può essere autorizzato unicamente a svolgere l'attività di gestione del rischio. Specularmente, l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione comporta anche lo svolgimento dell'attività di gestione del rischio. Ne è riprova il fatto che, in base alla AIFMD, l'attività di *risk management* può essere esternalizzata ed affidata anche a soggetti che non siano, a loro volta, OICR o gestori di OICR, purché essi rientrino tra i soggetti "vigilati". Di contro, un'attività di gestione – che si svolga attraverso una serie coordinata di atti di investimento e disinvestimento del patrimonio – che non contempli *anche* quella di gestione del rischio insito nel portafoglio, si sostanzia in un'attività spuria, priva di un elemento essenziale delle tecniche che, tipicamente, si applicano – secondo le indicazioni che emergono dalle teorizzazioni in materia – alla gestione dei portafogli.

92 In tal senso, B. LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano, Giuffrè, 1959, 462, il quale – in epoca di molto antecedente all'introduzione dei fondi di investimento in Italia – osservava, sulla scorta di dati emergenti da un approccio comparatistico con i sistemi stranieri (Stati Uniti, Francia, Germania, e Svizzera), e studiando il fenomeno dell'*investment trust*, che questi ultimi "qualunque sia il loro campo di applicazione, operano in funzione dei seguenti criteri: a) concentrazione di capitali di più risparmiatori, dando luogo al c.d. fondo di investimento; b) investimento e gestione dei capitali raccolti, realizzando un massima ripartizione degli investimenti ed eliminando, il più possibile (e attraverso la ripartizione stessa), gli eventuali rischi; c) sorveglianza degli investimenti compiuti da esperti della materia, i gestori, usufruendo anzi di accurate organizzazioni (per lo più i gestori sono società per azioni), con conseguente possibilità di più oculate operazioni".

93 V., invece, B. LIBONATI, *op. cit.*, 464, il quale riteneva che l'*investment trust* "non costituisce un organismo di speculazione, come spesso si crede". In senso più ampio, però, lo stesso A. citava – criticandola – la posizione di diversa dottrina, ad esempio di quella francese, secondo la quale l'*investment trust* assolverebbe allo scopo non già di ridurre, ma di *diversificare* il rischio.

scorta delle nozioni introdotte dalla AIFMD – la gestione del rischio può intendersi come tecnica volta ad assicurare l'ottenimento di un certo profilo rischio-rendimento del prodotto, non necessariamente volta a ridurre il rischio implicito nel portafoglio.

Posto che la finanziarietà dell'attività svolta – intesa sulla base dei sopra richiamati indici interpretativi – connota la nozione generale di OICR, indipendentemente dalla natura, o dalla tipologia del prodotto, si tratta di un elemento che si riflette in generale sull'acquisto di parte degli OICR della partecipazione nel capitale delle banche. Assumendo la bipartizione di base tra le due macro-famiglie di fondi, anche nel caso di OICR di *private equity* o di tipo chiuso, l'investimento nel capitale delle banche si inquadrerà sempre e comunque in una politica di gestione di tipo finanziaria, connotata da un preciso arco temporale, e da una gestione del rischio inerente il portafoglio dell'OICR. In tale ottica, gli eventuali diritti che – come di prassi, e secondo quanto già ricordato – l'OICR di *private equity* si riserva all'atto dell'investimento, e che possono incidere, ad esempio, sulla *governance*<sup>94</sup> o sulle strategie della società *target*, non rispondono ad una logica di tipo industriale, ma rimangono nel perimetro, o meglio nell'alveo, di un investimento sempre e comunque di natura finanziaria, in quanto rispondenti all'esigenza di ottimizzare il profilo rischio/rendimento del portafoglio, come individuato nella stessa politica di investimento dell'OICR<sup>95</sup>.

Come avremo modo di osservare, questa prospettiva, tipica delle operazioni di cui si discute, rischia però di risultare difficilmente conciliabile con le regole che, muovendo dalla prospettiva della vigilanza prudenziale, connotano l'acquisizione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche. L'attenzione deve dunque volgere a queste ultime disposizioni.

### 2.3 Il problema riguardato dalla prospettiva della disciplina delle banche

La disciplina che regola l'assunzione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche, è – come noto – piuttosto complessa<sup>96</sup>. Essa si articola su due linee direttrici: da un lato, un regime autorizzatorio *ad hoc* riferibile alle cc.dd. partecipazioni qualificate (per tali intendendosi quelle superiori al 10% del capitale della banca)<sup>97</sup>; dall'altro, la previsione, in capo ai soci titolari delle predette partecipazioni

94 Cfr. V. DONATIVI, Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 207 ss.

95 Tale esplicitazione può essere affidata a parametri qualitativi, oppure quantitativi, come quando, ad esempio, i documenti costitutivi dell'OICR individuano specifici obiettivi di rendimento (il c.d. "IRR – Internal Rate of Return"), ai quali sono poi correlate le remunerazioni del gestore, quali commissioni di *performance* o i *carried interest*.

96 Non è questa la sede per una compiuta ricognizione dell'ampia bibliografia in materia. Si veda, per una ricostruzione aggiornata, ed ulteriori riferimenti, da ultimo, P. DE BIASI, *Note preliminari su chi possa essere l'ottimale proprietario di una banca (universale)*, in *Banca, Impresa, Società*, n. 3/2017, 417 ss.

97 Nell'ordinamento italiano, la nozione di partecipazione è contenuta all'art. 1, comma 2, lett. h-quater), TUB: "«partecipazioni»: le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile."

di requisiti specifici, che si sono andati via via arricchendo, e definendo in modo sempre più granulare.

Sullo sfondo della necessità di assicurare la sana e prudente gestione della banca, le regole introdotte nel tempo, a partire dalla II Direttiva di coordinamento in materia bancaria nel 1989, sino alla Direttiva 2007/44/UE e al "pacchetto" CRD IV, hanno arricchito la disciplina, richiedendo in capo ai soci "qualificati" requisiti sempre più stringenti<sup>98</sup>, secondo una prospettiva nella quale è ben leggibile il legame tra assetti proprietari e governance della banca al quale si è fatto cenno all'inizio delle presenti note.

La disciplina sulle partecipazioni trova applicazione sia al momento dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria, sia in caso di acquisto di partecipazioni qualificate in fase successiva. Ai fini che qui interessano assumono, naturalmente, maggior rilievo le seconde che discendono dalla già richiamata Direttiva 2007/44<sup>99</sup>, come riflessasi – nell'ordinamento italiano – nel TUB (artt. 19 ss.)<sup>100</sup> e nei provvedimenti di attuazione<sup>101</sup>. Sebbene non si possa escludere il caso di una banca<sup>102</sup> che, già in fase di costituzione, e di autorizzazione iniziale, veda la presenza nel proprio capitale di OICR, con partecipazioni anche qualificate, si tratta di un'ipotesi che, a quanto consta, risulta allo stato priva di riscontri significativi sul piano applicativo, anche se – nel tempo – potrebbe assumere maggior rilievo sulla base dello sviluppo di banche di nuova costituzione operanti nel settore Fintech (in

98 Per una ricostruzione dell'evoluzione della disciplina, con specifica attenzione all'impatto della disciplina europea sull'ordinamento italiano, v. G. ROTONDO, *op. cit.*, 18 ss.

99 L'attuazione della direttiva, in Italia, è avvenuta in virtù di due passaggi formali. In un primo momento la Banca d'Italia, tenuto conto che il termine per il recepimento della direttiva (fissato al 21 marzo 2009) era decorso infruttuosamente, è intervenuta nel maggio 2009 con una comunicazione con la quale prese atto del carattere *self-executing* della direttiva e, dunque, della sua diretta efficacia sui procedimenti di autorizzazione all'acquisto o variazione di partecipazioni qualificate in banche e imprese di investimento (Allegato 12). Successivamente è stato adottato il D.lgs. 21/2010 che ha formalmente recepito la direttiva, modificando il Capo III del Titolo II del TUB, in particolare l'art. 19.

100 La Direttiva del 2007 è stata recepita in Italia con il D.lgs. n. 21/2010, che ha modificato le disposizioni di cui al Capo III del Titolo II TUB, estendendo la nuova disciplina – per scelta nazionale – alle società capogruppo, intermediari finanziari, IMEL e Istituti di pagamento (anche se, per questi ultimi soggetti, i vincoli derivanti dalle norme comunitari consentono un approccio meno rigido). In attuazione delle norme del TUB è intervenuto il Ministro dell'economia, emanando, in qualità di presidente del CICR, ed in via d'urgenza ai sensi dell'art. 3, comma 2, TUB, il decreto 27 luglio 2011, n. 675 in materia di partecipazioni qualificate al capitale di banche e intermediari finanziari. Il Decreto individua ai criteri in base ai quali la Banca d'Italia è chiamata a definire i profili di dettaglio delle nuove norme del TUB e, là dove le norme comunitarie consentono opzioni differenziate stabilisce i criteri ai quali deve attenersi la Banca d'Italia stessa. Si tratta, in particolare, dei seguenti profili: a) criteri di calcolo dei diritti di voto per il calcolo delle partecipazioni qualificate; b) la nozione di influenza notevole; c) la disciplina applicabile alle partecipazioni detenute nell'ambito di patti parasociali, conclusi al di fuori delle ipotesi contemplate dall'art. 22 TUB in materia di acquisto di concerto; d) la possibilità, consentita dalla Direttiva, di individuare una soglia inferiore al 10% ai fini informativi. Sul punto v. Banca d'Italia, *Memoria per il Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio*, Roma, dicembre 2010.

101 Le previsioni della CRD IV – in modo particolare gli artt. 23 and 24 – possono porsi ad un livello analogo a quelle della direttiva del 2007.

102 L'approccio seguito dalla Direttiva del 2007 – di tipo intersettoriale e orientato a criteri (tendenzialmente) di massima armonizzazione – ha avuto impatto significativo in molti Stati membri e, in particolare, in Italia, dove essa ha determinato il superamento del tradizionale principio di separatezza tra banca e industria che, per lungo tempo, aveva posto limiti specifici alla partecipazione nel capitale delle banche di imprese industriali. La letteratura in argomento è vasta, e la sua ricognizione, ormai di tipo essenzialmente storico, esula dallo scopo delle presenti note. Per utili riferimenti si veda G. ROTONDO, *Le partecipazioni nelle banche*, Napoli, ESI, 2012, pp. 1-100.

quanto settore a potenziale rapida crescita in grado di attrarre, già in fase di costituzione, organismi di investimento collettivo nel capitale della banca)<sup>103</sup>. D'altro canto, e come già detto, i criteri che reggono la valutazione della "qualità" del socio partecipante nelle due situazioni sono coincidenti e, dunque, l'analisi non risulta influenzata da questo dato di partenza: le considerazioni che si possono svolgere assumendo le fattispecie che (per il diritto interno) ricadono sotto gli artt. 19 TUB, oppure sotto l'art. 4, par 1, lett. c) del Regolamento MVU, sono parimenti applicabili alle valutazioni che l'Autorità di vigilanza è tenuta a svolgere in fase di rilascio dell'autorizzazione iniziale<sup>104</sup>.

La declinazione dei criteri sanciti dalle Direttive – in particolare di quella del 2007<sup>105</sup> – è, allo stato, massimamente affidata alle Linee Guida intersettoriali emanate dalle tre Autorità europee (EBA, ESMA, EIOPA), aggiornate, da ultimo, nel 2016<sup>106</sup>. Gli elementi di valutazione dell'idoneità dei soggetti che intendono acquisire una partecipazione rilevante al capitale della banca sono cinque, e segnatamente:

- a) *Reputation e professional competence;*
- b) *Reputation and experience of those who will direct the business of the target undertaking – second assessment criterion;*
- c) *Financial soundness of the proposed acquirer – third assessment criterion;*
- d) *Compliance with prudential requirements of the target undertaking – fourth assessment criterion;*
- e) *The anti-money laundering and terrorist financing assessment complements the integrity assessment and should be carried out regardless of the value and other characteristics of the proposed acquisition.*

103 Nel caso di banche operanti nell'ampio e variegato mondo Fintech, si potrebbe anche ipotizzare l'intervento di fondi di Venture capital, stante il carattere innovativo del settore. Recenti studi hanno posto in luce gli effetti positivi che la presenza nel capitale di un *venture capitalist* può avere, non soltanto per il supporto finanziario che può fornire, ma anche per il supporto manageriale e di *know how*: v. in argomento R. BRONZINO – G. CARAMELLINO – S. MAGRI, *Capitalists at Work: What are the Effects on the Firms They Finance?*, Temi di Discussione della Banca d'Italia, Working Paper No. 1131, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=304827>.

104 Oltre alle previsioni di natura sostanziale recate dalle Direttive, sul piano procedimentale e del riparto di competenze, la materia è oggi toccata direttamente dalle previsioni del Regolamento sul Meccanismo di vigilanza unico (Regolamento 1024/2013), che – come noto – individua la materia dell'acquisto di partecipazioni qualificate al capitale degli enti creditizi tra quelle attribuite alla competenza esclusiva della Banca Centrale Europea.

105 Nel sistema precedente, la valutazione dei requisiti del partecipante era affidata alla verifica che ricorressero condizioni atte ad assicurare condizioni di sana e prudente gestione della banca (art. 19, c. 5, nella previgente formulazione). La generica formulazione del testo legislativo veniva integrata dalle norme di vigilanza, dalle quali si ricavava che la valutazione della Banca d'Italia riguardasse la trasparenza degli assetti proprietari, l'affidabilità e la solidità della situazione finanziaria, nonché la correttezza nelle relazioni di affari del socio. La qualità del partecipante andava valutata in relazione all'assetto di governo e alla situazione economico-patrimoniale della banca, nonché alla natura dei rapporti che tali soggetti potevano porre in essere con la medesima (così le Istruzioni di vigilanza, Sez. II, Par. 5.2.1, p. 10 s.). Ora i criteri sono individuati più direttamente dall'art. 19 TUB. In argomento, v. C. BRESCIA MORRA, *Commento sub art. 19*, in *Commentario al TUB*, a cura di F. CAPRIGLIONE, 2012, p. 255.

106 Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector, 20 dicembre 2016, JC/GL/2016/01.

I suddetti elementi sono di tendenziale generale applicazione, salvo il ricorso al principio di proporzionalità, che viene enunciato nel par. 8 delle Linee Guida<sup>107</sup>, e che presenta taluni profili di possibile rilievo ai fini che qui interessano, in particolare là dove suggeriscano un approccio meno invasivo sul piano della valutazione di taluni elementi da parte del *target supervisor* qualora il soggetto acquirente la partecipazione sia rappresentato, come nel caso di cui si discute, da un soggetto vigilato. In realtà, se quanto precede è indubbiamente vero per alcuni requisiti, per altri la natura di soggetto vigilato dell'aspirante partecipante può invece comportare valutazioni particolarmente complesse e delicate, come è – per l'appunto – il caso delle partecipazioni acquisite da organismi di investimento collettivo del risparmio.

In effetti, e muovendo nell'esame dei sei criteri enucleati dalle Linee Guida, quelli di cui alle lettere a) (*Reputation and experience*) ed e) (*Anti-money laundering*) possono considerarsi, ai fini della presente analisi, di minor rilievo, se non addirittura dati per presupposti<sup>108</sup>. La stessa natura degli OICR, in quanto enti sottoposti a vigilanza in base ai rispettivi sistemi normativi UE (Direttiva UCITS, da un lato; AIFMD, dall'altro), consente di dare per scontato che un siffatto partecipante al capitale soddisfi il criterio reputazionale e della competenza professionale, quantomeno nella normalità dei casi. In ogni caso, si tratta di questioni che non sembrano assumere carattere di specialità con riguardo al problema della partecipazione degli

107 Il riferimento al principio di proporzionalità figura, a livello di disciplina interna, anche all'art. 13 del già richiamato D. M. n. 675/2011, il quale stabilisce che, nel dare attuazione alle norme del TUB, la Banca d'Italia debba applicare il predetto principio, tenendo conto della tipologia di impresa vigilata e del carattere specifico dell'attività svolta. Tale valutazione connota sia i poteri di normazione della Banca d'Italia, sia quelli di valutazione dei procedimenti autorizzativi. In particolare al punto 8 delle Linee Guida si precisa che "*Pursuant to the sectoral Directives and Regulations, the target supervisor should carry out the prudential assessment of proposed acquirers in accordance with the principle of proportionality. This is envisaged in respect of (i) the intensity of the assessment, which should take into account the likely influence the proposed acquirer may exercise on the target undertaking and (ii) the composition of the required information, which should be proportionate to the nature of the proposed acquirer and of the proposed acquisition. Without prejudice to the considerations set out in items (i) and (ii), the proportionality principle could also impact the assessment procedures that the target supervisors carry out following the notification of a proposed acquisition and lead to some procedural simplifications, especially in cases of two or more proposed acquirers acting in concert or of proposed indirect acquisitions. The criteria to be considered when applying the principle of proportionality include the nature of the proposed acquirers, the objective of the acquisition or increase of a qualifying holding and the extent to which the proposed acquirer may exercise influence over the target undertaking. 8.2 The target supervisor should calibrate the type and breadth of information required from the proposed acquirer, taking into account, amongst other matters, the nature of the proposed acquirer (legal or natural person, supervised financial institution or other entity, whether or not the financial institution is supervised in the EU or in a third country considered equivalent, etc.), the specifics of the proposed transaction (intra-group transaction or transaction between persons which are not part of the same group, etc.), the degree of involvement of the proposed acquirer in the management of the target undertaking and the size of the holding to be acquired. 8.3 Concerning the reputation of the proposed acquirer (as contemplated in Title II, Chapter 3, Section 10), while the target supervisor should always assess the integrity of the proposed acquirers against the same requirements regardless of the influence over the target undertaking, the assessment of the professional competence should be reduced for proposed acquirers who are not in a position to exercise any influence over the target undertaking or who intend to acquire holdings purely for passive investment purposes. 8.4 When calibrating the assessment of the financial soundness of a proposed acquirer (as contemplated in Title II, Chapter 3, Section 12), the target supervisor should take into account the nature of the proposed acquirer, as well as the degree of influence the proposed acquirer would have over the target undertaking following the proposed acquisition. In this regard, in accordance with the proportionality principle, the target supervisor should distinguish between cases where control over the target undertaking is acquired and cases where the proposed acquirer would be likely to exercise little or no influence. If a proposed acquirer gains control over the target undertaking, the assessment of the financial soundness of the proposed acquirer should also cover the capacity of the proposed acquirer to provide further capital to the target undertaking in the mid-term, if necessary, and its stated intentions in respect of whether it would provide such capital.*"

108 Si vedano in particolare i paragrafi 10 e 11 delle Linee Guida.

OICR al capitale delle banche, essendo, per così dire, temi che si presentano sostanzialmente con le medesime intensità indipendentemente dalla natura del soggetto partecipante al capitale.

Anche il criterio di cui alla lettera e) – seppure nel contesto di controlli rafforzati che trovano applicazione in materia dopo l'emanazione della IV Direttiva AML – appare di scarso rilievo con riguardo al tema che qui interessa, dovendosi infatti dare, quantomeno in genere, per presupposto che un OICR e il relativo gestore soddisfino o siano in grado di soddisfare i requisiti recati dalla disciplina testé richiamata.

Di più diretto rilievo invece, appare innanzitutto il criterio di cui al punto b) "*Reputation and experience of those who will direct the business of the target undertaking*" che tuttavia, in questa sede, non verrà specificamente affrontato, essendo maggiormente connesso al tema della *governance* della banca che, come si è già detto, esula dalla prospettiva che qui si intende seguire<sup>109</sup>.

Di sicuro interesse, invece, risultano i punti c) "*Financial soundness of the proposed acquirer*" e d) "*Compliance with prudential requirements of the target undertaking*": è qui, infatti, che emergono, in modo più evidente i profili di specialità, direttamente riconducibili al fenomeno che forma oggetto delle presenti riflessioni. Dagli stessi emerge, con una certa evidenza, il problematico, tendenziale disallineamento tra disciplina del mercato dei capitali da un lato, e disciplina bancaria dall'altro, che connota molteplici "momenti" delle rispettive materie: si tratta, infatti, di requisiti che – se intesi in modo eccessivamente rigido – possono addirittura porre in discussione la stessa ammissibilità della partecipazione qualificata di un OICR al capitale di un ente creditizio. La loro ricostruzione deve, pertanto, avvenire in una logica integrata, avendo riguardo ai punti di contatto ed ai relativi punti di frizione tra la regolamentazione degli OICR da una parte, e la disciplina bancaria, dall'altra.

### *Il criterio della "financial soundness"*

Secondo quanto si legge nelle Linee Guida intersettoriali, il criterio della *financial soundness* deve intendersi, innanzitutto, nel senso della capacità del potenziale socio di far fronte all'acquisizione, ossia nella sua capacità "*to finance the proposed acquisition and to maintain, for the foreseeable future, a sound financial structure in respect of the proposed acquirer and of the target undertaking. This capacity should be reflected in the overall aim of the acquisition and the policy of the proposed acquirer regarding the acquisition, but also – if the proposed acquisition would result in a qualifying holding of 50% or more or in the target undertaking becoming a subsidiary of the proposed acquirer – in the forecast financial objectives, consistent with the strategy identified in the business plan*"(par. 12.1).

<sup>109</sup> Sui rischi propri degli schemi di *private equity* con riguardo alla *governance* v. da ultimo le interessanti considerazioni critiche di W. MAGNUSON, *The Public Cost of Private Equity*, in *Minnesota Law Review*, Vol. 102, 2018, Texas A&M University School of Law Legal Studies, Research Paper No. 17-28, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2955175>.



La verifica del requisito, che spetta naturalmente al target supervisor, dovrebbe dunque appurare se l'acquirente la partecipazione "*is sufficiently sound from a financial point of view to ensure the sound and prudent management of the target undertaking for the foreseeable future (usually three years), having regard to the nature of the proposed acquirer and of the acquisition*" (par. 12.2). L'analisi va condotta tenuto conto della struttura dell'operazione: in particolare "*the depth of the assessment of the financial soundness of the proposed acquirer should be linked to the likely influence of the proposed acquirer, the nature of the proposed acquirer (for instance, whether the proposed acquirer is a strategic or a financial investor, including whether it is a private equity fund or a hedge fund) and the nature of the acquisition (for instance, whether the transaction is significant or complex, as described in paragraph 9.3). The characteristics of the acquisition may also justify differences in the depth and methods of the analysis by the competent supervisor. In this regard, one should distinguish situations where the acquisition leads to a change in the control of the target undertaking from situations where it does not.*" (par. 12.5).

Nel caso di soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale, le Linee Guida precisano che le valutazioni devono tener conto di tale profilo, e – se la vigilanza è esercitata da un'altra Autorità europea – "*the target supervisor should take into account the assessment of the proposed acquirer's financial situation by such other supervisor, together with the documents gathered and transmitted directly by the supervisor of the proposed acquirer to the target supervisor*"(par. 12.7)<sup>110</sup>.

Il profilo della *financial soundness* tocca, inevitabilmente, il tema delle fonti di finanziamento del progetto di acquisizione: un elemento che, da sempre, costituisce uno dei punti nodali delle verifiche che l'Autorità di vigilanza pone in essere al fine di autorizzare, o meno, l'acquisizione. Tradizionalmente, l'approccio a questo tema è sempre stato molto restrittivo: nella prassi, si richiedeva, infatti, al potenziale acquirente di disporre di fondi propri sufficienti a finanziare l'intera operazione, senza alcun ricorso a fonti di finanziamento esterne. Le Linee Guida, invece, appaiono sul punto ben più accomodanti: esse non giudicano incompatibili con la disciplina forme di ricorso alla leva finanziaria, sebbene il profilo sia degno di specifica attenzione. In particolare, si stabilisce che "*the use of borrowed funds to finance the acquisition should not, in and of itself, lead to the conclusion that the proposed acquirer is unsuitable*", e che "*the target supervisor should assess if such indebtedness negatively affects the financial soundness of the proposed acquirer or the target undertaking's capacity to comply with prudential requirements (including, where relevant, the commitments provided by the proposed acquirer to meet prudential requirements)*". Tenuto conto del fatto che il ricorso alla leva è spesso un

<sup>110</sup> Cfr. in particolare il paragrafo 12.8 delle Linee Guida: "*The cooperation process between competent supervisors may be influenced by the nature and the location of the proposed acquirer, as follows: (a) if the proposed acquirer is a supervised entity in another Member State, the assessment of its financial soundness should rely heavily on the assessment made by the supervisor of the proposed acquirer, which has all the information on the profitability, liquidity and solvency of the proposed acquirer, as well as on the availability of the resources for the acquisition (without prejudice, however, to the possibility of the target supervisor disagreeing with the assessment of the proposed acquirer's supervisor); or (b) if the proposed acquirer is a financial entity supervised by a competent supervisor in a third country considered equivalent, the assessment may be facilitated by cooperation with that competent supervisor.*"

elemento tipico delle operazioni di acquisizione del settore del *private equity*, questo è un profilo (aspetto, elemento?) di sicuro di rilievo.

Un'ultima questione attiene all'impatto che la stessa presenza di un investitore istituzionale può avere sulla solidità finanziaria dell'impresa target: alcune ricerche recenti tendono, infatti, a concludere nel senso che sussiste una correlazione positiva tra tali elementi che, nel caso delle banche, sarebbe naturalmente da verificare alla luce delle specificità del caso<sup>111</sup>.

### *La vigilanza prudenziale in capo alla società target*

Altrettanto rilevante, nel contesto soprattutto di operazioni di *private equity*, è il criterio che attiene alla compatibilità tra il progetto di acquisizione e il rispetto dei complessivi requisiti di vigilanza prudenziale applicabili alle società target. Dopo aver precisato (punto 13.1) che *"The proposed acquisition should not adversely affect the target undertaking's compliance with prudential requirements"* si prevede (par. 13.3) che *"The target supervisor should take into consideration not only the objective facts, such as the intended holding in the target undertaking, the reputation of the proposed acquirer, its financial soundness and its group structure, but also the proposed acquirer's declared intentions towards the target undertaking expressed in its strategy (including as reflected in the business plan). This could be backed up by appropriate commitments of the proposed acquirer to meet prudential requirements under the assessment criteria laid down in the sectoral Directives and Regulations. These commitments may include, for example, financial support in case of liquidity or solvency problems, corporate governance issues, the proposed acquirer's future target share in the target undertaking and directions and goals for development"*<sup>112</sup>.

La sostenibilità finanziaria del progetto di acquisizione va considerata in una prospettiva tanto statica, quanto dinamica, tenendo cioè conto della possibile evoluzione nel tempo della situazione della società target. In particolare (par. 13.8): *"The*

111 S. BERNSTEIN – J. LERNER – F. MEZZANOTTI, Private Equity and Financial Fragility During the Crisis, NBER Working Paper No. w23626, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3011104>. Gli Autori concludono nel senso che "We find that during the 2008 financial crisis, PE-backed companies increased investments relative to their peers, while also experiencing greater equity and debt inflows. The effects are stronger among financially constrained companies and those whose private equity investors had more resources at the onset of the crisis. PE-backed companies consequently experienced higher asset growth and increased market share during the crisis". Come detto nel testo, tali affermazioni sarebbero da contestualizzare nel contesto dell'acquisizione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche.

112 Specifiche considerazioni vengono formulate, nelle Linee Guida, con riguardo all'ipotesi in cui il progetto dia luogo alla formazione, o all'inclusione dell'entità target, in un gruppo: "13.5 *If the target undertaking will be part of a group as a result of the proposed acquisition, the target supervisor should be satisfied that it will not be prevented from exercising effective supervision, from effectively exchanging information with the competent authorities or from determining the allocation of responsibilities among the competent authorities by the close links of the new group of the target undertaking to other natural or legal persons. The target supervisor should not be prevented from fulfilling its monitoring duties by the laws, regulations or administrative provisions of another country governing a natural or legal person with close links to the target undertaking, or by difficulties in the enforcement of those laws, regulations or administrative provisions.* 13.6 *The prudential assessment of the proposed acquirer should also cover its capacity to support adequate organisation of the target undertaking within its new group. Both the target undertaking and the group should have clear and transparent corporate governance arrangements and adequate organisation.* 13.7 *The group of which the target undertaking will become a part should be adequately capitalised."*

*target supervisor should also consider whether the proposed acquirer will be able to provide the target undertaking with the financial support it may need for the type of business pursued by and/or envisaged for it, to provide any new capital that the target undertaking may require for future growth in its activities and to implement any other appropriate solution to accommodate the target undertaking's needs for additional own funds". Inoltre (par. 13.9), "If the proposed acquisition would result in a qualifying holding of 50% or more or in the target undertaking becoming a subsidiary of the proposed acquirer, the fourth criterion should be assessed at the time of acquisition and on a continuous basis for the foreseeable future (usually three years). The business plan provided by the proposed acquirer to the target supervisor should cover at least this period. On the other hand, in cases of qualifying holdings of less than 20%, the information requirements should be reduced, as contemplated in Annex I."*

La sostenibilità finanziaria nel tempo dell'acquisizione è legata al *business plan* della società *target*, e pertanto (par. 13.10) "*The business plan should clarify the plans of the proposed acquirer concerning the future activities and organisation of the target undertaking. This should include a description of its proposed group structure. The plan should also evaluate the financial consequences of the proposed acquisition and include a medium-term forecast.*"

I suddetti elementi sono, nel caso di OICR, strettamente correlati alla sua politica di investimento, come definita *in primis* nei suoi documenti costitutivi (regolamento del fondo, statuto, *deed of trust*, ecc.), e come poi declinata in dettaglio nelle relative strategie di investimento. In tale prospettiva, la struttura dell'OICR deve risultare compatibile sia con i requisiti prudenziali iniziali – ossia quelli esistenti al momento dell'acquisizione – sia con quelli che, nel tempo, potranno manifestarsi. La questione potrebbe sollevare specifiche criticità nel contesto delle operazioni di *private equity*, derivanti dalla tendenziale rigidità della politica di investimento dell'OICR, e dal fatto che gli investitori non assumono, all'atto dell'adesione all'organismo, alcun impegno di versamento o di sottoscrizione ulteriore rispetto a quello connesso con la sottoscrizione delle quote o azioni. Pertanto far fronte agli ulteriori requisiti di finanziamento da parte della banca, potrebbe risultare un problema di non facile risoluzione per un fondo di *private equity* con una partecipazione qualificata o, a maggior ragione, quando il fondo detiene il controllo, ovvero l'intero capitale, della banca.

## 2.4 I punti qualificanti che risultano dall'incrocio tra le due discipline

Il raffronto tra le due discipline chiamate in causa in merito al problema che qui interessa mostra vari punti di possibile frizione, tali da rendere necessario uno sforzo ricostruttivo particolarmente qualificato. Appare, in particolare, con una certa evidenza il contrasto tra la prospettiva *finanziaria* che connota tipicamente l'investimento di un OICR – articolata su di un arco temporale tendenzialmente preciso, e comunque limitato – e quella che discende dalla disciplina bancaria, articolata, di contro, su orizzonti temporali tendenzialmente non predefiniti, incentrata

sulla necessità di assicurare la stabilità della banca nel lungo periodo, e il rispetto, da parte della stessa, dei requisiti derivanti dalla normativa prudenziale<sup>113</sup>. Se, a prima vista, la partecipazione al capitale di una banca da parte di un OICR di private equity può apparire come una ibridazione difficile da ipotizzare ad una più attenta disamina, le conclusioni alle quali giungere appaiono più possibiliste.

Una prima conclusione che si può trarre dalla lettura incrociata della disciplina della gestione collettiva, e della disciplina bancaria, ci pare debba essere nel senso che non sussiste una incompatibilità strutturale tra i due sotto-sistemi normativi, tale da *impedire* od *escludere* che un OICR possa acquisire e detenere una partecipazione qualificata – anche di controllo – al capitale di una banca. Oltre al fatto che un siffatto divieto dovrebbe risultare dalla disciplina, e non soltanto ricavabile sul piano interpretativo, questa conclusione è smentita anche dal tenore delle Linee guida elaborate a valle della Direttiva 2007/44/UE che, come si è visto, in alcuni punti (che non sembrano essere meri *obiter dicta*) fanno esplicito riferimento a tale specifica situazione. La nostra interpretazione è parimenti supportata dal considerevole numero di precedenti già richiamati nelle presenti note.

Al contempo, e fermo quanto precede, appare evidente l'esigenza di trovare un punto di equilibrio tra l'approccio tendenzialmente dinamico proprio della politica di investimento di un OICR, e la visione decisamente più statica che discende dalla disciplina prudenziale in materia di partecipazioni qualificate nelle banche. Se quest'ultima punta, con evidenza, ad assicurare stabilità e solidità nel lungo periodo, la prima riconosce nella *temporalità* di un ciclo di investimento *finanziario* un elemento qualificante della stessa fattispecie dell'organismo di investimento collettivo del risparmio. Naturalmente, questo elemento è centrale, soprattutto là dove l'OICR acquisisca una partecipazione tale da consentirgli l'esercizio di un'influenza dominante nei riguardi della banca *target*, ma non andrebbe del tutto svalutato là dove la partecipazione sia comunque qualificata, seppur non tale da garantire il controllo dell'OICR sulla banca.

Alla luce delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti un punto di equilibrio tra le due prospettive dovrebbe potersi individuare in quello che interseca la politica di investimento dell'OICR, da un lato, e il piano strategico e di sviluppo della banca, dall'altro. Sul piano *statico*, il punto di equilibrio è naturalmente rappresentato dal momento dell'investimento del patrimonio dell'OICR nel capitale della banca, che deve rispettare il criterio della *financial soundness*, assumendo a elemento di valutazione il patrimonio dell'OICR, da un lato, e l'eventuale supporto finanziario derivante dalla leva finanziaria. Sul piano *dinamico*, il punto di equilibrio è rappresen-

113 V. TH. BARRY – L. LEPETIT – A. TARAZI, Bank Ownership Structure, Market Discipline and Risk: Evidence from a Sample of Privately Owned and Publicly Held European Banks (December 21, 2008), disponibile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.133115>. Lo studio, sebbene non recentissimo, conclude nel senso di individuare una correlazione tra la propensione al rischio, ed il rischio di default, della banca, e la presenza significativa nel capitale di investitori istituzionali: "the probability of default of banks is higher when non financial companies or institutional investors hold a higher proportion of total equity. However, these results do not hold for listed banks in which non financial companies hold higher stakes suggesting that the market might be limiting the risk-taking incentives of such shareholders. We further show that market forces might be more effective in influencing risk in banks with a higher involvement of non financial companies than in banks with a higher portion of stock held by institutional investors."

tato quantomeno da due elementi: in primo luogo, dalle condizioni che assicurino che l'*exit* dell'OICR dal capitale della Banca si collochi in una fase dello sviluppo e del piano strategico di quest'ultima, e con modalità tali da consentire all'ente creditizio di non subire, o – alla peggio – di minimizzare, i contraccolpi negativi che ne potrebbero derivare. La tradizionale e tipica forma di *exit* degli operatori di *private equity* è la quotazione e, in questo senso, le operazioni di cui si discute potrebbero rappresentare un viatico per seguire la strada suggerite dallo studio di Véron citato *supra*. Tuttavia, studi recenti dimostrano che, nelle operazioni di *private equity*, il ricorso alla quotazione quale via di *exit* si sta riducendo, a vantaggio di altre soluzioni<sup>114</sup>. In tale ottica, i progetti di acquisizione di partecipazioni rilevanti al capitale di banche da parte di OICR dovrebbero accompagnarsi all'elaborazione di una strategia di disinvestimento, preventivamente comunicata all'Autorità di vigilanza, che consenta di poter apprezzare tale peculiare profilo.

Il progetto di acquisizione e le successive vicende della partecipazione, nonché del piano industriale della banca, dovrebbero peraltro essere soggetti ad aggiornamenti nel tempo, per riflettere rilevanti mutamenti di condizioni sia del mercato, sia dell'impresa *target*.

Oltre a quanto precede, il punto di equilibrio di cui si discute deve anche individuarsi tenendo conto della compatibilità tra la situazione dell'OICR e i possibili impegni aggiuntivi di *funding* che l'Autorità di vigilanza potrebbe richiedere, o imporre, nel contesto del progetto di acquisizione, e anche successivamente. Tali impegni sono, naturalmente, strutturalmente difficili da conciliare con il principio dell'autonomia patrimoniale dell'OICR e dell'assenza di obblighi di versamento aggiuntivi da parte degli investitori. Essi, pertanto, là dove richiesti, non possono che essere calibrati avendo presente unicamente il perimetro attuale o prospettico – ma comunque predefinito – del patrimonio dell'OICR, non potendo quest'ultimo, evidentemente, avere alcuna certezza di poter attingere a risorse ulteriori rispetto a quelle raccolte, o raccogliibili, sulla base del *proprio* programma di investimento e di (correlato) disinvestimento. Sempre ragionando in una prospettiva dinamica, l'OICR dovrebbe pertanto includere, nella definizione della propria strategia di investimento connessa con il progetto di acquisizione della partecipazione, momenti e fasi che, in via alternativa, o cumulativa, contemplino, ad esempio: (i) disinvestimenti di eventuali asset in portafoglio, secondo un ciclo temporale che renda potenzialmente disponibili le risorse da destinarsi a futuri impegni di *funding*; (ii) eventuali emissioni di nuove quote o azioni dell'OICR (eventualmente accompagnate da impegni preliminari in tal senso da parte dei partecipanti all'OICR, là dove giudicati compatibili con la disciplina di settore<sup>115</sup>); (iii) eventuale (residuale?) ricorso alla leva finanziaria, ad esempio là

114 V. M. EWENS – J. FARRE-MENSA, *The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3017610>. Quanto precede ha naturalmente un impatto sul caso che interessa, in quanto – in mancanza di quotazione – l'OICR tenderà a riallocare la partecipazione in capo ad altri investitori, o agli altri soci, nel primo caso dando origine ad un fenomeno di circolazione della partecipazione qualificata al capitale della banca tra OICR che si succedono nel tempo (v. in Italia il caso SISAL Group, pur riferito ad un Istituto di pagamento).

115 La questione è delicata e tocca profili che, in questa sede, non è opportuno approfondire. In linea di massima, infatti, non è ipotizzabile che, nel perimetro tipico della fattispecie OICR, possano rientrare obblighi specifici in capo ai partecipanti di dotare l'OICR di risorse aggiuntive. Tuttavia, si devono ritenere in linea di massima ammissibili impegni

dove i primi due percorsi non risultino sufficienti. Questa valutazione deve, altresì, tenere in considerazione la durata dell'OICR, che naturalmente deve essere compatibile con il complessivo progetto di acquisizione, e con le successive prospettive.

Particolari considerazioni devono, necessariamente, essere svolte proprio con riguardo al tema della leva finanziaria che, come si è osservato, rappresenta un elemento che spesso qualifica le operazioni di *private equity*. La disciplina europea – come riflessasi nelle Linee Guida intersettoriali – assegna, come si è visto, specifico rilievo al tema della leva finanziaria che, da un lato, viene riconosciuto come valido strumento di *funding* delle acquisizioni, dall'altro viene valutata nel complesso degli elementi che possono rendere il progetto stesso sostenibile o meno. Nelle operazioni di *private equity* il ricorso alla leva costituisce, spesso, una componente di rilievo delle relative operazioni: essa si pone, però, come fattore di possibile criticità del progetto di acquisizione, e della sua sorte successiva, potendosi tradurre in vari elementi potenzialmente negativi per l'intermediario *target*, quali, ad esempio: accorciamento degli orizzonti temporali dei piani strategici; eccessiva distribuzione di dividendi; politiche orientate a privilegiare la formazione di risorse liquide, piuttosto che al reinvestimento e allo sviluppo, ecc.. Questa questione sembra doversi risolvere, in via di prima approssimazione, nel senso di attribuire alla disciplina prudenziale della banca *prevalenza* rispetto alle esigenze dell'OICR connesse con il ricorso alla leva finanziaria: il rispetto dei requisiti prudenziali in capo alla banca *target* pare, infatti, emergere, come elemento prioritario, sia in base alle Linee Guida, sia in base ai principi generali della materia. L'OICR dovrà, pertanto, necessariamente adattare e strutturare dimensione, piano di rimborso e di sostegno della leva finanziaria (ivi incluso il piano di ammortamento del debito, e il pagamento dei relativi interessi), sulla base dell'andamento della banca e della sua capacità di generare – in condizioni *normali* – risorse sufficienti per sostenere un dato piano di distribuzione di dividendi o riserve. Tale circostanza dovrà anche comportare la presa in esame di possibili situazioni di stress, in dipendenza delle quali la banca si trovi temporaneamente, per periodi anche protratti di tempo, nell'impossibilità di distribuire dividendi o riserve.

## 2.5 Considerazioni conclusive

L'analisi svolta si è mossa su due direttrici principali: da un lato, quella delle regole che si applicano alla gestione collettiva del risparmio; dall'altro, quella della regolamentazione e vigilanza prudenziale delle banche e delle istituzioni finanziarie. Le due prospettive sono diverse, ma non incompatibili. La tipica finalità finanziaria secondo cui opera un OICR deve infatti integrarsi con la necessità di garantire il rispetto degli obblighi derivanti dalle norme fondamentali in materia di requisiti prudenziali. Dall'altro lato, i requisiti di vigilanza prudenziale devono tener conto della peculiare natura di un partecipante (qualificato) al patrimonio della banca, che

distinti rispetto a quelli che connotano l'OICR nei suoi elementi tipici e costitutivi, in base ai quali i partecipanti, con gradi di intensità variabili, si dichiarino disponibili o vincolati ad apportare all'OICR tali risorse. Questi impegni, tuttavia, si collocano su di un piano per così dire "parasociale" rispetto a quello proprio dell'organismo di investimento collettivo. Su questi profili ci sia consentito rinviare a F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 156 ss.

a sua volta è soggetto a regimi di vigilanza e di regolamentazione del tutto differenti rispetto a quelli bancari. La tensione che si crea tra le due prospettive tende ad aumentare a seconda della complessità di ciascuna operazione, e del "peso" specifico assunto dall'OICR nel capitale della banca.

Lo stato attuale della legislazione, e le recenti esperienze riguardanti acquisti di partecipazioni qualificate nel capitale delle banche da parte di OICR di *private equity*, non consentono di trarre conclusioni definitive, sebbene offrano l'opportunità di rappresentare quantomeno alcune delle questioni più rilevanti che si pongono su questa tematica. Dal quadro attuale emerge un effetto di ibridazione tra due diversi approcci normativi, da cui deriva la necessità di un'interpretazione parzialmente diversa di alcuni degli assunti fondamentali che caratterizzano ciascuno dei settori interessati. Se si considerano le norme relative agli OICR (in particolare la AIFMD), la concezione classica di OICR deve essere riesaminata per tener conto dei requisiti prudenziali specifici dell'impresa partecipata: una tale prospettiva arriva ad incidere sul "codice genetico" dell'OICR. Il concetto stesso di "politica d'investimento" (un elemento chiave nella definizione di OICR) deve essere inserito nel contesto più ampio della regolamentazione prudenziale degli istituti finanziari in cui l'OICR investe: la politica di investimento, infatti, non sarà più caratterizzata, semplicemente, dalla ricerca di un certo profilo rischio/rendimento del portafoglio, ovvero dal raggiungimento di determinati obiettivi di rendimento, in quanto condizionata dalla necessità di tenere conto di ulteriori interessi – diversi da quelli dell'OICR o dei suoi investitori – rappresentati dalla stabilità e dalla sana e prudente gestione della banca *target*. Si tratta di una situazione assolutamente peculiare, che non si verifica quando un OICR investe in un tipo di impresa che non è (anche) un'entità finanziaria soggetta a vigilanza prudenziale e, più nello specifico, una banca. Di conseguenza, il perimetro degli interessi perseguiti da un OICR viene modificato ed esteso, venendo così a crearsi "quasi istituzionalizzazione" dell'OICR che agisce come azionista qualificato di una banca.

Anche la regolamentazione bancaria è influenzata da questa ibridazione: la presenza di OICR nel capitale di una banca, con una partecipazione qualificata, richiede un approccio differente a questioni fondamentali quali il ruolo dell'azionista di maggioranza della banca, i suoi obiettivi, l'impatto sulla banca dell'utilizzo della leva finanziaria da parte dell'azionista, lo sviluppo dei piani strategici, la gestione del rischio (senza menzionare, ancora una volta, ulteriori questioni che non abbiamo affrontato intenzionalmente in questa sede e che riguardano aspetti del governo societario in senso lato).

Il caso discusso offre anche spunti di riflessione più ampi, in quanto emblematico delle problematiche prodotte dalla crescente sovrapposizione di fenomeni che si collocano a cavallo dei diversi settori della regolamentazione del mercato finanziario e del mercato dei capitali. Il nuovo scenario normativo, emerso dopo la crisi finanziaria, riscontra un numero crescente di situazioni in cui possono esistere potenziali attriti tra i diversi settori normativi e regolamentari: con specifico riferimento al caso trattato, la ricerca di capitale aggiuntivo da parte del sistema bancario dopo la crisi ha necessariamente richiesto approcci non tradizionali. Le banche in cerca di

capitale hanno dovuto rivolgersi ad investitori istituzionali, compresi i fondi di *private equity*, che sono finiti per entrare nel capitale delle banche, talvolta con partecipazioni importanti, ma pur sempre con logiche tipiche del settore del *private equity*. I fondi hanno considerato le banche come un'ottima opportunità per invertire il tendenziale andamento negativo degli investimenti, riorganizzarsi e generare buoni rendimenti per i propri investitori.

Le grandi riforme che hanno caratterizzato la regolamentazione del mercato dei capitali europeo dopo la crisi finanziaria si muovono ancora – e forse inevitabilmente – secondo logiche settoriali, lasciando irrisolte molte delle delicate questioni che inevitabilmente emergono in contesti operanti in maniera sempre più integrata, dove la rigida partizione in branche si sta assottigliando, se non scomparendo del tutto. In definitiva, spetta all'interprete cercare di ricondurre il sistema ad un approccio più unitario, soprattutto alla luce del fatto che il caso dei fondi di *private equity* quali azionisti qualificati di banche potrebbe non essere un esempio isolato di questa tendenza.



### 3 Conclusioni ed implicazioni di *policy*

Le questioni affrontate nei Capitoli che precedono offrono fertili terreni di indagine e di riflessione. La gestione collettiva del risparmio costituisce, infatti, un fenomeno dalle molteplici sfaccettature, la cui disciplina fatica a rimanere confinata nei "silos" della legislazione comunitaria e domestica alla stessa dedicati. La struttura, e il *modus operandi* dei fondi pongono, infatti, questioni che investono molti altri settori della disciplina del mercato finanziario (intesa in senso lato); tali questioni si fanno viepiù centrali quanto più i fondi di investimento operano in settori e con logiche lontane da quelle che, ormai molti decenni fa, avevano ispirato i primi approcci legislativi alla materia. Tra tali questioni assumono rilievo quelle – affrontate nel presente studio – che attengono, per così dire, all'incrocio, o alla sovrapposizione, tra (da un lato) gestione collettiva e disciplina degli emittenti quotati, e (dall'altro lato) tra gestione collettiva e regole di vigilanza prudenziale applicabili all'impresa che ne forma oggetto di investimento. Si tratta, come si è avuto modo di mostrare, di veri e propri "nodi" che attengono all'una, o all'altra delle discipline in gioco.

Sul piano del rapporto tra gestione collettiva e disciplina degli emittenti quotati i punti di tensione emergono, prevalentemente, in dipendenza di due fattori: il primo è rappresentato dal fatto che la disciplina degli emittenti, nei suoi momenti maggiormente qualificanti, è concepita avendo, chiaramente, riguardo al modello della società per azioni. Le difficoltà che si pongono con riguardo agli OICR quotati derivano, tra l'altro, dal fatto che questi ultimi possono (e, di fatto, spesso assumono), una forma diversa, ossia quella propria dell'OICR contrattuale, connotata da regole e strutture molto lontane (almeno, a prima vista), dagli schemi societari. Per la verità, anche nei casi in cui l'OICR assume, invece, forma societaria (come può essere per le SICAF o le SICAV), le deviazioni rispetto alle regole di diritto comune che, in tal caso, connotano la società-OICR richiedono adattamenti significativi.

Ad un livello più generale può dirsi che le difficoltà di coordinamento derivano dalla stessa impostazione di fondo della disciplina della gestione collettiva, la quale regola l'OICR, ma in quanto *intermediario*, trascurando, invece, di considerarlo alla stregua (anche) di un possibile *emittente* (nell'accezione in cui questo termine è utilizzato nel contesto della disciplina delle società quotate).

Un caso di particolare evidenza riguarda l'OPA: la disciplina, in questo caso, mal si adatta ad enti che sono, di contro, "meri" patrimoni separati, privi, – almeno a prima vista – di un'organizzazione corporativa. Non pienamente risolta risulta, altresì, la problematica dell'esercizio di diritti sociali inerenti alle partecipazioni di maggioranza eventualmente detenute da un FIA e gestite in monte nell'attività di gestione collettiva del risparmio.

Anche il dibattuto problema del riconoscimento, o meno, di soggettività giuridica ai fondi solleva ulteriori difficoltà nei contesti di cui si discute. Buona parte delle norme – spesso di matrice comunitaria – formulate dal TUF (in materia di controllo, di gruppo, di conflitti di interesse, di *governance*, di diritti di voto in assemblea, di voto di lista, ecc.) è stata dettata avendo come esclusivo riferimento soggetti dotati di personalità giuridica (o, quantomeno, di soggettività giuridica), e risultano

dunque difficilmente applicabili anche a patrimoni autonomi gestiti in monte, quali sono gli OICR contrattuali.

Talune delle lacune segnalate potrebbero, forse, superarsi ricorrendo all'analogia: colmando, ad esempio, le lacune della disciplina degli OICR contrattuali, con le regole dettate per gli OICR statuari e, in ultima istanza, con quelle della società per azioni di diritto comune. Non dovrebbe, però, del tutto trascurarsi l'ipotesi di intervenire sulla materia con regole che affrontino più direttamente le questioni di cui si è discusso e che potrebbero chiarire se, ed in quale misura, gli istituti propri della disciplina degli emittenti si applichino agli OICR (in specie, a quelli contrattuali): si potrebbe trattare di interventi che, non necessariamente, dovrebbero incidere su norme europee o di rango primario, giacché spesso potrebbero anche collocarsi sul piano regolamentare, o anche solo di *guidelines* o di altri strumenti di *soft law*. Un'area che, a tal riguardo, potrebbe prestarsi a interventi di siffatta natura pare, ad esempio, essere quella della *governance* "interna" all'OICR.

L'esame delle questioni che si pongono con riguardo all'acquisto di partecipazioni qualificate, da parte di OICR, al capitale di banche – estendibili, con i dovuti adattamenti, a tutti i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale – è stata condotta muovendosi lungo due diverse direttrici: da un lato, la prospettiva della disciplina della gestione collettiva; dall'altro, quella della vigilanza prudenziale sulle banche. Le due prospettive sono diverse, ma non incompatibili. La prospettiva tipicamente finanziaria nella quale opera l'OICR va, infatti, a combinarsi con la necessità di assicurare il rispetto delle regole di vigilanza prudenziale; al contempo, l'applicazione di queste ultime deve tenere in considerazione la natura del tutto peculiare di un siffatto partecipante (qualificato) al capitale della banca e degli interessi che esso persegue. La tensione che si genera tra le due prospettive è tanto maggiore, quanto più complessa è – alla luce delle circostanze concrete del caso – l'individuazione di un punto di equilibrio accettabile tra le due prospettive. Lo stato attuale della legislazione e l'esperienza, molto recente, di operazioni che hanno visto l'ingresso di OICR nel capitale delle banche sono fattori che non consentono di formulare conclusioni definitive, sebbene offrano lo spunto per rappresentare quantomeno alcuni dei "nodi" che, in tale ambito, si pongono.

Sembra, comunque, che dal quadro (anche se incompleto) emerga un effetto di ibridazione tra modelli di regolamentazione, che porta, se non proprio a modificare, quantomeno a leggere diversamente alcuni degli assunti fondamentali che connotano i due settori. La visione "classica" che connota la fattispecie e la disciplina degli OICR viene, infatti, ad alterarsi per tener conto delle specifiche esigenze di vigilanza prudenziale che connotano le banche: le alterazioni incidono su elementi essenziali. La stessa nozione di "politica di investimento" (un elemento-chiave della definizione di OICR) deve inquadrarsi nel più ampio ambito della disciplina prudenziale delle banche; essa non è più connotata, soltanto, dalla ricerca di un certo profilo rischio-rendimento del portafoglio, o dal raggiungimento di certi obiettivi, ma si connota per la presenza di interessi per così dire "terzi" rispetto a quello dell'OICR, o dei suoi investitori, rappresentati dall'interesse alla stabilità della e alla sua sana e prudente gestione. Si tratta di un fenomeno del tutto peculiare al caso di cui si è discusso e

che non è configurabile là dove un OICR investa in una tipologia di impresa che non sia (anche) un'impresa regolata, come lo sono, invece, gli intermediari sottoposti a forme di vigilanza prudenziale. Un fenomeno che comporta, per taluni versi, una sorta di "istituzionalizzazione" del ruolo dell'OICR investitore, e del perimetro degli interessi ai quali è, tipicamente, orientata la sua attività.

Anche la disciplina delle banche viene, però, incisa da questo fenomeno di ibridazione: la presenza nel capitale di OICR, detentori di partecipazioni qualificate, comporta la necessità di adottare un approccio nuovo relativamente a questioni fondamentali quali il ruolo degli azionisti di riferimento di una banca; i loro obiettivi; l'impatto del ricorso alla leva finanziaria; il piano strategico; il governo del rischio (a tacer, nuovamente, di ulteriori questioni che in questa sede non abbiamo volutamente affrontato e che attengono ai profili, *lato sensu*, di *corporate governance*).

Tutti i casi di cui si è discusso offrono, infine, spunti di riflessione più ampi, anche sul piano delle scelte di *policy*, in quanto emblematici delle complessità che si pongono quando si assiste a fenomeni di "ibridazione" o sovrapposizioni tra diversi comparti della disciplina del mercato dei capitali. La crisi finanziaria ha visto l'accentuarsi di situazioni che pongono questioni analoghe e nell'ambito delle quali risulta possibile leggere la possibile frizione tra diverse discipline che, nel caso concreto, possono sovrapporsi: ad esempio, la ricerca di capitali aggiuntivi da parte del sistema bancario ha dovuto, giocoforza, seguire canali non tradizionali, rivolgendosi anche ad investitori istituzionali, che hanno fatto il loro ingresso, con posizioni a volte anche di rilievo, e con logiche tipiche del settore del *private equity*, nel capitale delle banche. Al contempo, l'incessante opera legislativa che ha connotato la disciplina europea del mercato dei capitali dopo la crisi finanziaria si muove – ancora, e forse necessariamente – con logiche settoriali, lasciando però irrisolte molte, delicate questioni, che inevitabilmente si pongono in un sistema che, però, appare ed opera in modo sempre più integrato. Spetta all'interprete tentare di ricondurre il sistema ad unità, in una lettura, per quanto possibile, integrata.



## Bibliografia

- Aa.Vv., *Alternative investment funds in Europe: law and practice* (a cura di L. Van Setten), Oxford, 2014.
- ALVARO S., *Risparmio gestito e personalità giuridica nei mercati finanziari: alcune peculiari interazioni tra fondi comuni e società quotate nella prassi applicativa*, in *Rivista Bancaria*, 2017, n. 6, pp. 81 e ss.
- ALVARO S., Siciliano G., *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipano ai mutui sub-prime*, Consob, Quaderni Giuridici, n. 10, luglio 2016.
- ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e disciplina*, Milano, 2017.
- ANNUNZIATA F., *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 337 e ss.
- ANNUNZIATA F., *La nuova nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio: un fallito tentativo di tipizzazione?*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, vol. 1, Milano, 2015, p. 19.
- ANNUNZIATA F., *UCITS, OICR, SGR, SIIQ, FIA, SICAF ... guazzabuglio di sigle o disegno coerente?*, intervento alla *Giornata di aggiornamento di Diritto commerciale* tenutasi all'Università Bocconi il 19 dicembre 2014.
- ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano* (a cura di F. Capriglione), Padova, 2010, p. 453 ss.
- ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 350.
- ARDIZZONE L., *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018
- ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi*, Convegno dell'associazione Orizzonti del diritto commerciale, tenutosi a Roma il 26-27 febbraio 2016.
- ARMOUR J., Awrey D., Davies P., Enriques L., Gordon J.N., Mayer G., Payne J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016.

- ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da P. Rescigno, Vol. 16 Impresa e Lavoro, Torino, 1985, p. 741 ss.
- ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi alternativi di investimento (c.d. Direttiva AIFM)* – Documento conclusivo, aprile 2013.
- ASSOGESTIONI – *Task Force AIFMD - Le proposte dell'Associazione*, in *Focus - Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, aprile 2013, p. 24.
- ASSOGESTIONI, *AIFMD – La proposta di direttiva in materia di gestori di fondi alternativi: sviluppi recenti*, 2010, consultabile all'indirizzo [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).
- ASSOGESTIONI, *La corporate governance e il risparmio gestito*, 2006.
- ASSOGESTIONI, *La disciplina delle gestioni patrimoniali: Sgr, fondi comuni e Sicav*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000.
- ASSOGESTIONI, *L'evoluzione del risparmio gestito nello sviluppo dei mercati finanziari*, in Quaderni di documentazione e ricerca, Roma, 1996.
- BELTRATTI A. – STULZ R.M., *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-012, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1433502>.
- BANCA D'ITALIA, *Memoria per il Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio*, Roma, dicembre 2010.
- BARATELLI A., *Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio: punti di contatto e differenza*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 15 ss.
- BARRY Th. – LEPETIT L. – STROBEL F., *Bank Ownership Structure, Lending Corruption and the Regulatory Environment* (August 3, 2015), in *Journal of Comparative Economics*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2574816>.
- BARRY Th. – LEPETIT L. – TARAZI A., *Bank Ownership Structure, Market Discipline and Risk: Evidence from a Sample of Privately Owned and Publicly Held European Banks* (December 21, 2008), disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1331154](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1331154).
- BERGER N. – KLAPPER L. F. – MARTINEZ P. – MARIA S. – ZAIDI R., *Bank Ownership Type and Banking Relationships* (March 1, 2006), *World Bank Policy Research Working Paper* No. 3862, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=922988>.
- BERNINI E., *Obbligazioni indicizzate a fondi e Sicav*, in *Studi e analisi finanziaria. 2001-2005, Working paper*, Intesa Bci, Milano, 2001.

- BERNSTEIN S. – LERNER J. – MEZZANOTTI F., *Private Equity and Financial Fragility During the Crisis*, NBER Working Paper No. w23626, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3011104>.
- BERTAY A.C. – DEMIRGÜÇ-KUNT A. – HUIZINGA H., *Bank Ownership and Credit Over the Business Cycle: Is Lending by State Banks Less Procyclical?* (June 1, 2012), World Bank Policy Research Working Paper No. 6110, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2096779i>.
- BIANCHI M., *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), Milano, 2015, p. 5
- BOMPANI A., *I fondi mobiliari italiani*, Padova, 1983.
- BORIGA F., *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 202 ss.
- BRESLOW S. – SCHWARTZ Ph., *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Practising Law Institute, 2<sup>a</sup> ed., 2017.
- BRESCIA MORRA C., *Commento sub art. 19*, in *Commentario al TUB* (a cura di F. Capriglione), 2012, p. 255.
- BUCHNER A., *Risk Management for Private Equity Funds*, in *Journal of Risk*, Vol. 19, No. 6, 2017, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3012551>.
- BURDETT J. – DOCKRELL V., *AIFMD Directive: Competing Directives*, in *International Financial Law Rev.*, vol. 29, issue 8, 2010, p. 39.
- CAMPOBASSO G.F., *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 128 e ss.
- CARPIGLIONE F. – MASERA R., *Bank Corporate governance: a new paradigm*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 5, part 2, 2016, p. 201.
- CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le SICAF: luci ed ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 449 e ss.
- CASELLI S. – NEGRI G., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, 3<sup>a</sup> ed., 2018.
- CAVALLO S., *I nuovi fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)*, in *Diritto bancario*, giugno 2015.
- CENDROWSKI H. – PETRO L.W. – MARTIN J.P. – WADECKI A.A., *Private Equity: History, Governance, and Operations*, John Wiley & Sons, 2<sup>a</sup> ed., 2012.
- CESARINI F., *Aspetti tecnici ed economici dei fondi*, in *I fondi comuni di investimento* (a cura di P.G. Jaeger e P. Casella), Quaderno Giur. comm. n. 57, Milano, 1984.
- CHIAPPETTA F., *Il comunicato dell'emittente*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 99 ss.

- COLANTUONI V., *La commercializzazione di quote o azioni di Fia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 601 ss.
- CONTI C., *La disciplina del mercato mobiliare: dal diritto della borsa al testo unico della finanza*, Padova, 2001.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313.
- COSTI R., *Le istituzioni finanziarie degli anni Ottanta*, Bologna, 1984.
- COSTI R., *Profili organizzativi dei fondi*, in *I fondi comuni di investimento* (a cura di P.G. Jaeger e P. Casella), *Quaderno di Giur. comm. n. 57*, Milano, 1984, p. 102.
- CUMMING D.J. – JOHAN S.A., *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier, 2<sup>a</sup> ed., 2013.
- DE BIASI P., *Note preliminari su chi possa essere l'ottimale proprietario di una banca (universale)*, in *Banca, Impresa, Società*, n. 3/2017, p. 417.
- DE NICOLO G. – LOUKOIANOVA E., *Bank Ownership, Market Structure and Risk (September 2007)*, *IMF Working Papers*, 2007, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1033208>.
- DE PONTI U., *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1983.
- DI MAIO F., *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, Milano, 1983.
- DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 207.
- DUNCAN A. – CURTAIN E. – CROSIGNANI M., *Alternative Regulation: The Directive on Alternative Investment Fund Manager*, in *Capital Markets Law J.*, vol. 6, n. 3, 2011, p. 326.
- ELHAUGE E., *Horizontal Shareholding*, in *Harvard Law Review*, 2016, vol. 129:1267 ss.
- EWENS M. – FARRE-MENSA J., *The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs* (January 31, 2018), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3017610>.
- FABBRI C., *Tendenze evolutive della regolamentazione del risparmio gestito in Europa*, in *Quaderni di ricerche*, n. 33, a cura dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari, Milano, 1999.
- FERRARINI G., De Cantellis A., Frigeri C., Leonardi M., *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in AA.VV., *La Regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quad. doc. ric. Assogestioni, 2003, 26, p. 9 e ss.
- FERRELL A. – MORLEY J., *New Special Study of the Securities Markets: Institutional Intermediaries*, Yale Law & Economics Research Paper No. 580, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3005542>.



- FRATI G., *Conflitto di interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 493 ss.
- GANDINI C., *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato cumulativo*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, p. 477.
- GARGANTINI M., *Coordinamento (extra)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 3, p. 2097 ss.
- GASPARRI G., *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*, Consob, Quaderni Giuridici, n. 12, settembre 2017.
- GENTILI P. – JANNONI M. – MASTRANGELO S., *Le Sicav: strumenti flessibili per la gestione del risparmio*, Studi e tendenze, Edibank, Roma, 2010.
- GENTILI P. – NAVA O., *I gestori del risparmio: Sgr, Sim, Sicav, fiduciarie, banche specialistiche e reti di vendita*, Edibank, Roma, 2006
- GERACI L. – JAEGER P.G. ( a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni d'investimento*, Milano, 1970.
- GERVASONI A. – SATTIN F., *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, IV edizione, Milano, 2015.
- GERVASONI A., *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Milano, 2014.
- GERVASONI A. – BECHI A., *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana – Aspetti economici e giuridici*, Bologna, 2007.
- GERVASONI A. – PERRINI P., *I fondi di investimento mobiliare chiusi*, Milano, 1994.
- GHELMi C., *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Diritto Bancario*, aprile 2012.
- GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 409.
- GUALANDRI E. – NOERA M., *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in *Lo stato della finanza - Scritti in onore di Marco Onado*, (a cura di C. Bisoni, E. Gualandri, A. Landi, G. Lusignani), Bologna, 2014, p. 15.
- GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011, p. 1181.
- GUIZZI G., *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2/2017, p. 241.
- GUIZZI G., *La Sgr di gruppo tra integrazione ed autonomia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 191 ss.

- GUIZZI G., *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), *Quaderni di Giur. comm.*, n. 382, Milano, 2015, p. 109.
- GUIZZI G. - TUCCI A., *Acquisto di concerto*, in *Aa.Vv., Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Milano, 2011, p. 266.
- HOPT K., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in *Financial Regulation and Supervision, A post-crisis analysis* (a cura di E. Wymeersch - K.J. Hopt - G. Ferrarin), Oxford University Press, 2012, p. 337 ss.
- JAEGER P.G. - CASELLA P., *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984.
- LAEVEN L. - LEVINE R., *Bank Governance, Regulation, and Risk Taking*, NBER Working Paper No. w14113, 2008, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1142967>.
- LEGGIERI G., *Commento sub art. 39*, in *Il testo unico della finanza* (a cura di M. Fratini e G. Gasparri), Torino, 2012, vol. I, p. 591 ss.
- LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, p. 423.
- LEMMA V., *Le società di gestione del risparmio*, in *AA.VV., L'ordinamento finanziario italiano* (a cura di F. Capriglione), Padova, 2010, p. 674.
- LERNER J. - LEAMON A. - HARDYMON F., *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, John Wiley & Sons, 5<sup>a</sup> ed., 2012.
- LENER R. - PETRONZIO C., *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 41 ss.
- LENER R., *Gestore unico e deleghe nella gestione*, in *Assogestioni, La disciplina delle gestioni patrimoniali*, 2000, p. 146.
- LENER R., *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, Roma, 2000, p. 282.
- LENER R. - GALANTE D., *D.Lgs. 58/1998. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Società*, 1998, p. 530.
- LEVY YEYATI E. - MICCO A. - PANIZZA U., *State-Owned Banks: Do They Promote or Depress Financial Development and Economic Growth?*, background paper prepared for the Inter-American Development Bank conference on 'Public Banks in Latin America: Myths and Reality', 2005, disponibile all'indirizzo [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-491.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-491.pdf).
- LIBONATI B.,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959.

- LILICO A. – McCALL I. – CONTI M., *Ex-ante Evaluation of the Proposed Alternative Investment Management Directive*, in *Research Paper*, European Parliament, Brussel, 2009, consultabile all'indirizzo [www.fvca.fi](http://www.fvca.fi).
- LYONS W.T.O., *Are Newcits the Future of Hedge Funds or does the AIFM Directive Provide a More Attractive Framework for Hedge Fund Managers and Investors?*, 2 marzo 2012, consultabile all'indirizzo [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).
- LO A., *Hedge Funds, Systemic Risk and the Financial Crisis of 2007-2008. Written Tetsimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds* (2009), disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1301217>.
- LUCIANO A., *La Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2011, p. 605.
- LUSIGNANI G., *Convegno La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci ed ombre*, Courmayeur, 22-23 settembre 2017.
- MAGNUSON W., *The Public Cost of Private Equity*, in *Minnesota Law Review*, Texas A&M University School of Law Legal Studies, Research Paper No. 17-28, Vol. 102, 2018, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2955175>.
- MALCOLM K. – TILDEN L. – WILSDON T. – RESCH J. – XIE C., *Impact of the proposed AIFM Directive across Europe*, Charles River Associates, London, Ottobre 2009.
- MALVESTITO G., ZUCHELLA A., *Fondi comuni di investimento*, Torino, 1987.
- MARCHETTI P., *Casi di tipizzazione delle società per azioni*, intervento alla *Giornata di aggiornamento di Diritto commerciale* tenutasi all'Università Bocconi il 19 dicembre 2014.
- MAUGERI M., *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, I, 1.
- MAZZA G. A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017.
- MEIANI A. – RIZZI L. – SABATINI D., *The new Alternative Investment Fund Manager Directive*, in *Bancaria*, 2014, p. 107.
- MEHRAN H. – MORRISON A.D. – ALAN D. – SHAPIRO J.D., *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 502.
- MESSORI M., *The financial crisis: understanding it to overcome it*, Milano, settembre 2009.
- MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, third edition, 2016.
- MONACI, *Le società di gestione del risparmio*, in *Argomenti di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari* (a cura di Belli, Corvese e Mazzini), Torino, 2000.

- MONTALENTI P., *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società, banche e crisi d'impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa* diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, 2014, p. 2167.
- MORO VISCONTI R. – GENTILI M.P., *Come valutare gli intermediari finanziari: Sim, Sgr, fiduciarie, fondi chiusi e SICAV, hedge fund, fondi immobiliari, venture capital e private equity, holding, broker assicurativi, money transfer, securization*, Edibank, Roma, 2005.
- MOSCA C., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 141.
- MUCCIARELLI F.M., *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, Milano, 2004.
- MULA L., *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *Diritto Bancario*, 2014.
- NOCELLA S., *Other People's Shares: l'esercizio dei diritti sociali da parte dei gestori di fondi comuni*, 2015, Università Tor Vergata, Tesi di dottorato in corso di pubblicazione.
- NOTARI M., *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni* (a cura di F. Annunziata), Milano, 2015, 247 ss.
- ONADO M., *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, Roma, 2004.
- PASSADOR M.L., *La mano "visibile" del legislatore europeo: il risparmio gestito alla AIMFD al TUF*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 2016, p. 99 ss.
- PAYNE J., *Private Equity and its Regulation in Europe. Oxford Legal Studies Research Paper No. 40/2011*, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1886186>.
- REGOLI D., *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di OPA*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 792.
- RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Le nuove leggi civile commentate*, 2015, p. 346.
- RENZULLI V. – TUCCI A., *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario* (a cura di R. Lener), Torino, 2011, p. 323.
- RESTI A., *Gli assetti del risparmio gestito e il comportamento dei global players*, in *Quaderni di ricerca*, n. 26, a cura dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Einaudi, 2002.

- ROTONDO G., *Le partecipazioni nelle banche*, Napoli, ESI, 2012.
- SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 367 ss.
- SAPIENZA P., *The Effect of Government Ownership on Bank Lending*, in *Journal of Financial Economics*, 72, 2004, no. 2 (Maggio), p. 357.
- SCHMID M. – SABATO G. – AEBI V., *Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis* (October 11, 2011), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1942896>.
- SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. comm.*, 2016, II, 1115 ss.
- SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, Cacucci, 2000.
- SFAMENI P. – GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013.
- SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1138 ss.
- STELLA RICHTER M., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 61 ss.
- STELLA RICHTER M., *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 3.
- STELLA RICHTER M., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2010, p. 444.
- STELLA RICHTER M., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, Utet, 2010 (II ed.), p. 791 ss.
- STRIPPOLI E., *Le Sgr e le partecipazioni rilevanti*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'Apice), Bologna, 2016, p. 239 ss.
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, Banca d'Italia, n. 55, 2002.
- TESEI M., *Commento all'art. 102*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, vol II, 1212 ss.
- TOMBARI U., *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2016, p. 303.

- VELLA F., *sub art. 40*, in *Commentario Testo unico della finanza* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 357.
- VÉRON N., *The Governance and Ownership of Significant Euro-area Banks*, Bruegel, Policy Contribution, Issue n. 15, Maggio 2017.
- VISENTINI G., *La gestione del fondo da parte delle Sgr: inquadramento giuridico*, in ASSOGESTONI, Quaderni di documentazione e ricerca n. 23, Roma, 2000.
- ZEPEDA R., *To EU, or not to EU: That is the AIFMD Question*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, vol. 29, n. 2, 82 ss. consultabile all'indirizzo [ssrn.com./abstract=2387177](https://ssrn.com/abstract=2387177).

## Recenti pubblicazioni

- 17** – settembre 2018  
**Quaderni giuridici** Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi  
*S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr*
- 87** – settembre 2018  
**Quaderni di finanza** Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy  
*G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano*
- 16** – febbraio 2018  
**Quaderni giuridici** Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs  
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi  
*Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017*
- 8** – gennaio 2018  
**Discussion papers** Il costo dei fondi comuni in Italia.  
Evoluzione temporale e confronto internazionale  
*G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso*
- 86** – gennaio 2018  
**Quaderni di finanza** Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries  
*F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli*
- 15** – dicembre 2017  
**Quaderni giuridici** The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead  
*S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini*
- 85** – dicembre 2017  
**Quaderni di finanza** Board diversity and firm performance across Europe  
*A. Ciavarella*
- 14** – novembre 2017  
**Quaderni giuridici** Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile  
Un'analisi dei profili giuridici e finanziari  
*S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura*
- 84** – ottobre 2017  
**Quaderni di finanza** Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes  
*N. Linciano and P. Soccorso Editors*

- 7** – settembre 2017  
Discussion papers  
Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane  
*L. Giordano, M. Modena*
- 13** – settembre 2017  
Quaderni giuridici  
Autorità Indipendenti e anticorruzione  
Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"  
*Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017*
- 12** – settembre 2017  
Quaderni giuridici  
I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti  
*G. Gasparri*
- 11** – novembre 2016  
Quaderni giuridici  
*Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori  
*S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti*
- 6** – agosto 2016  
Position papers  
L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.  
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa*  
CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016  
Quaderni giuridici  
Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.  
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime  
*S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici*
- 6** – aprile 2016  
Discussion papers  
La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*  
*S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini*
- 83** – marzo 2016  
Quaderni di finanza  
Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.  
Evidence from the Italian market  
*M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso*
- 9** – ottobre 2015  
Quaderni giuridici  
Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
*a cura di G. Mollo*
- 8** – giugno 2015  
Quaderni giuridici  
Il controllo societario nel Testo unico della finanza.  
Problemi e prospettive di riforma  
*G. Mollo, D. Montesanto*
- 82** – maggio 2015  
Quaderni di finanza  
Financial disclosure, risk perception and investment choices.  
Evidence from a consumer testing exercise  
*M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso*