

Dipartimento di Impresa & Management

Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**I SOGGETTI DELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL
RISPARMIO NELLA PROSPETTIVA DELLA DIRETTIVA AIFM**

Relatore:

Chiar.ma Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Celeste Puglielli

Matricola 650401

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Fabio Marchetti

*A mia zia Clara,
sempre dalla mia parte*

I SOGGETTI DELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO NELLA PROSPETTIVA DELLA DIRETTIVA AIFM

CAPITOLO 1

LE DINAMICHE DEL RISPARMIO GESTITO

1.1	Il risparmio gestito nel sistema finanziario. Dalla tutela del risparmio bancario alla riforma della gestione collettiva del risparmio.....	1
1.2	Il fenomeno del risparmio gestito: dinamiche e dimensioni.....	10
1.3	Segue: questioni aperte e profili di criticità.....	15
1.4	Prociclicità del settore e impatto della crisi finanziaria: ostacoli ed opportunità.....	19
1.5	Linee di intervento per un nuovo impulso nell'ambito del risparmio gestito.....	26

CAPITOLO 2

I GESTORI DEL RISPARMIO

SEZIONE I: I gestori collettivi del risparmio

2.1	Le società di gestione del risparmio (SGR).....	34
2.2	Le società di investimento a capitale variabile (SICAV).....	42

SEZIONE II: I gestori residuali del risparmio

2.3	La previdenza complementare: i fondi pensione.....	54
2.4	I fondi sanitari integrativi.....	67

CAPITOLO 3

LA DIRETTIVA 2011/61/UE (“AIFMD”) SUI GESTORI DEI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI

3.1	La ridefinizione del mercato dei fondi di investimento alternativi: ragioni e finalità.....	80
3.2	Le principali novità introdotte dalla disciplina comunitaria.....	91
3.3	Le misure di esecuzione della “AIFMD”: il Regolamento delegato UE n. 231/2013 e le indicazioni di terzo livello dell’ESMA.....	109
3.4	Segue: l’impatto sul mercato finanziario italiano.....	113

RIFLESSIONI E PROSPETTIVE EVOLUTIVE	123
--	-----

BIBLIOGRAFIA	126
---------------------	-----

CAPITOLO 1

LE DINAMICHE DEL RISPARMIO GESTITO

1.1 Il risparmio gestito nel sistema finanziario. Dalla tutela del risparmio bancario alla riforma della gestione collettiva del risparmio.

Dai tempi dell'economia naturale e dell'uomo primitivo ai nostri giorni il risparmio influenza la vita quotidiana degli individui: *l'impiego del risparmio è un affare serio, su cui occorre meditare, prima di decidervisi, su cui occorre continuare a riflettere, dopo essercisi decisi...non esiste tranquillità in materia d'impiego.(...) Nulla di bene sarà capace di operare colui il quale parte dall'idea dell'impiego tranquillo, sicuro, definitivo.*¹

L'evoluzione socio-economica del Paese ha fatto in modo che, con lo scorrere degli anni, alla tradizionale funzione passiva del risparmio, considerato in questo caso come forma di sussistenza e accumulazione finalizzata al consumo, si accompagnasse quella attiva, connessa all'investimento fruttifero e alla produzione di nuova ricchezza.²

Per poter comprendere la primazia del risparmio, occorre soffermarsi sulle linee evolutive e sui mutamenti normativi introdotti al riguardo nel nostro ordinamento finanziario.

All'epoca dell'Unità d'Italia, si evidenzia un disinteresse a livello normativo per l'attività delle banche. *Pertanto, questo periodo si caratterizza, anzitutto, in termini negativi, ossia per la mancanza di una disciplina speciale per l'attività bancaria in quanto tale.*³ Per vero, nel XIX secolo il nostro Paese è caratterizzato da un'economia prevalentemente agricola e da un sistema industriale arretrato e quasi inesistente rispetto ad altri Paesi europei. Ciò non permette di comprendere l'importanza dell'azione creditizia come strumento di sostegno e supporto per l'attività economica e industriale.⁴

Dunque, la mancanza di un sistema finanziario e bancario progredito non consente al legislatore, focalizzato esclusivamente sulla funzione monetaria, di cogliere *l'essenzialità* dell'azione svolta dalle banche medesime, per le quali non è prevista inizialmente una forma di regolazione speciale. In realtà, le entità bancarie sono considerate alla stregua degli *altri soggetti che svolgono un'attività a carattere imprenditoriale e, come tali, sono sottoposte alla disciplina generale prevista dal codice di commercio.*⁵

Sul piano delle concretezze, quanto è stato testé precisato ha effetto non sull'attività svolta dalle istituzioni bancarie ma sul modulo tipologico bancario, ossia quello della banca mista. Una banca questa che agisce in piena autonomia al di fuori del controllo pubblico e che si caratterizza per un mix di imprenditorialità bancaria e industriale, in cui non esiste nessuna forma di correlazione temporale tra fonti e impieghi. In effetti, le banche potevano acquistare le partecipazioni direttamente emesse dalle industrie, dando così vita a quell'insana commistione banca-industria, dovuta all'eccessivo coinvolgimento dell'attività bancaria nella vita industriale. Tale meccanismo, in periodi di crisi, ha evidenziato tutte le sue criticità e

¹ Cfr. EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, 1965.

² Cfr. ASSOGESTIONI, *La storia del risparmio*, in *Percorsi*, vol. 1, 2013, pp. 7-79.

³ Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 2007, cit., p. 25.

⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, I, 2^a ed., pp. 53-54.

⁵ Cfr. CAPRIGLIONE, op. ult. cit., cit., p. 55.

debolezze. Ad ogni modo, il finanziamento bancario dell'industria rappresentava uno strumento estremamente necessario *a causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili e della timidezza ed ignoranza di molti capitalisti*.⁶

Più precisamente, il periodo che intercorre tra l'Unità politica italiana e la prima legge bancaria si caratterizza *per la mancanza di una disciplina dell'attività bancaria in quanto tale e, più in generale, per l'assenza di una percezione complessiva delle problematiche connesse alla tutela del risparmio inconsapevole*.⁷

Orbene, con la prima legge bancaria, il R.D.L. 6 Maggio, n. 812 del 1926, il legislatore ha introdotto una disciplina speciale per le banche e ha affidato l'intera attività di emissione dei biglietti di banca alla sola Banca d'Italia.

Infatti, pur mantenendo il modello della banca mista, sono state introdotte forme di maggiore vigilanza sulle entità bancarie concernenti “controlli all'entrata” da parte del Ministro delle Finanze per l'inizio delle operazioni, controlli da parte dell'istituto di emissione, ossia della Banca d'Italia, sulle situazioni periodiche e sui bilanci delle imprese bancarie e la possibilità da parte dello stesso istituto di svolgere ispezioni sulle banche medesime ed, infine, una disciplina di riserve e di patrimoni.⁸ Questa serie di controlli sulle entità bancarie da parte di autorità sia politiche che tecniche era volta ad assicurare *la stabilità delle banche attraverso la realizzazione di sane e prudenti gestioni*, creando una relazione direttamente proporzionale tra tutela del risparmio e diminuzione delle potenziali crisi economico-aziendali.⁹

Rilevano, in tale contesto, anche “i provvedimenti per la tutela del risparmio”: il R.D.L. 7 settembre del 1926, n. 1511 e i R.D.L. 6 novembre 1926, n. 1107 e 23 giugno 1927, n. 1108, convertiti rispettivamente con legge 23 giugno 1927, n. 1107 e 23 giugno 1927, n. 1108.¹⁰

In tali provvedimenti è individuabile la prima legge generale per le imprese bancarie, motivata nella logica di favorire la realizzazione di un *risanamento bancario, che costituiva il necessario completamento del risanamento monetario, perseguito con l'unificazione degli istituti di emissione*.¹¹

Nonostante iniziasse ad emergere una tendenziale *coincidenza tra tutela dei depositanti e tutela del risparmio*, continuava a mancare una *visione socio economica del risparmio in sé e per sé considerato*, per la quale bisognerà attendere l'emanazione della Costituzione.¹² A ciò aggiungasi che la legge del 1926 ha introdotto uno schema di intervento bancocentrico e, conseguentemente, forme di tutela rivolte esclusivamente a depositi rimborsabili, senza considerare le restanti modalità con cui i risparmiatori avrebbero potuto investire la propria ricchezza ed, evidentemente, senza cogliere *il rapporto di complementarità tra banca e mercato mobiliare nello sviluppo di un equilibrato sistema di finanziamento dell'economia*.¹³

In tale contesto si colloca la crisi industriale degli anni '29 e '30, le cui origini sono di natura reale e non finanziaria. È bene segnalare, infatti, che, bensì la causa scatenante risiedesse nella

⁶ Cfr. SRAFFA, *The Bank Crisis in Italy*, in *Economic Journal*, 22 Giugno, 1922, cit., p. 234.

⁷ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, Cacucci, Bari, 2000, cit., p. 9.

⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, op. ult. cit., pp. 66-68; cfr. SEPE, op. ult. cit., p.13.

⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, cit., p.67.

¹⁰ Cfr. COSTI, op. ult. cit., p. 40.

¹¹ Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., p. 40.

¹² Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 12.

¹³ Al riguardo cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p.14.

caduta dei consumi e nel conseguente ristagno della domanda,¹⁴ la malsana commistione banca-industria ha alterato il carattere della crisi stessa, conferendole natura finanziaria. La Grande depressione di quegli anni ha creato delle potenti turbolenze nel mondo del risparmio mobiliare e ha reso necessaria l'attuazione di riforme strutturali, tra le quali rileva particolarmente l'R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375, noto come legge bancaria.

Va sottolineato come tale legge rappresenti un vero rinnovamento epocale: essa costituisce *la struttura portante dell'ordinamento bancario italiano fino all'emanazione del T.U. sul credito*, avvenuta con il D. Lgs. 385/1993.¹⁵

Il modello della banca pura, di cui la nuova legge è portatrice, fa perno su due precisi provvedimenti. *In primis*, la separatezza banca-industria, considerata prioritaria dopo la crisi del '29, finalizzata ad evitare il rischio di immobilizzazione dei finanziamenti bancari alle industrie, attraverso la sottoposizione ad autorizzazione della Banca d'Italia di ogni eventuale acquisizione di partecipazioni nelle industrie da parte degli istituti bancari. *In secundis*, la specializzazione funzionale del credito e, dunque, la distinzione dell'operatività bancaria tra banche ordinarie, che svolgono attività a breve termine, e istituti di credito speciali, che rivolgono le proprie azioni verso specifici settori della produzione industriale, in un arco temporale medio-lungo. La nuova costruzione di suddivisione del credito consente di risolvere le criticità e le inefficienze legate ai meccanismi di allocazione del risparmio, *ric conducendo l'attività bancaria tipica al finanziamento a breve termine*, e permette di finanziare la realtà industriale del Paese, non tanto facendo ricorso alla *rivalutazione del mercato borsistico o alla promozione delle attività di investimento mobiliare*, bensì con la *predisposizione del sistema di credito speciale*.¹⁶

Il perseguimento della stabilità e dell'adeguato finanziamento per lo sviluppo economico del Paese hanno reso la struttura finanziaria bancocentrica, disincentivando il progresso del mercato mobiliare.¹⁷

In armonia con lo spirito innovativo della legge, è prevista una revisione della struttura di vertice dell'ordinamento creditizio, all'interno del quale si riscontra una diarchia politica-tecnica: sono presenti sia autorità politiche, quali il ministro delle Finanze e il Comitato dei Ministri, sia tecniche. È infatti istituito L'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito, presieduto dal governatore della Banca d'Italia, che svolge attività di natura amministrativa.

La legge bancaria del 1936 introduce, inoltre, una particolare tecnica di regolazione del settore bancario, volta a superare la farraginosità dello strumento legislativo. A tal proposito, essa si pone come *"legge quadro"*, ovvero *normativa in bianco: sono identificate le autorità competenti ad esercitare poteri di intervento e le materie in relazione alle quali detti poteri trovano esplicazione*.¹⁸ Non vengono definiti gli obiettivi che bisognerebbe raggiungere; al contrario, vi è assenza di predeterminazione dei fini.¹⁹ Vengono messi a disposizione delle

¹⁴ Cfr. GUARINO e TONIOLO, *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Laterza, Bari, 1993, p. 69 ss.; in generale, sulla crisi industriale del 1929; cfr. CAPRIGLIONE, op. ult. cit., pp. 69-72.

¹⁵ Cfr. COSTI, op. ult. cit., cit., p. 56.

¹⁶ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 21; Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, p. 359 ss.

¹⁷ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, p. 21.

¹⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, op. ult. cit., pp. 78-79.

¹⁹ Cfr. PORZIO, *Autonomia ed eteronomia nella gestione dell'impresa bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1990, f.1, pt.1, pp. 3-26.

autorità di settore solo quegli strumenti che risultano essere funzionali alle attività da svolgere.

Tale legge, che rimane in vigore per circa sessanta anni, non definisce in modo chiaro la nozione di attività bancaria. Essa si limita nell'art. 1 ad individuare l'essenza e l'oggetto del provvedimento in esame: "La raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico". L'intenzione del legislatore di disciplinare ogni forma di raccolta del risparmio tra il pubblico è dimostrata anche dall'art. 43 che dispone l'accentramento nelle nuove autorità politiche e tecniche sopra citate anche del controllo delle borse valori.²⁰ Tuttavia, questo articolo non ha avuto mai attuazione, probabilmente per la scarsa rilevanza che il mercato mobiliare ricopriva all'epoca.²¹ Inoltre, anche gli ulteriori controlli previsti dalla legge, riferiti non tanto all'attività bancaria in senso stretto bensì a quella mobiliare, erano formulati in un'ottica bancocentrica, volta alla salvaguardia della stabilità del soggetto bancario.²²

La formula organizzativa della legge del 1936 perdura per *la fortissima inerenza dell'attività bancaria ad interessi pubblici di grande rilievo, ossia la tutela del risparmio e l'equilibrato sviluppo del mercato finanziario*²³, funzionale allo sviluppo dell'economia in generale: l'attività bancaria è privata ma permeata di interessi pubblici.

Nell'ambito dello sviluppo economico-sociale italiano, la Carta Costituzionale, pubblicata nel 1947 ed entrata in vigore l'anno successivo, segna un momento decisivo nella definizione normativa del risparmio.²⁴

L'inquadramento costituzionale dell'attività bancaria è rappresentato dagli articoli 41 e 47 della Costituzione.²⁵

L'orientamento interpretativo prevalente dell'art. 41 Cost. nei confronti dell'attività bancaria individua *il confine tra libertà e controllo (...) secondo l'apprezzamento concreto dell'utilità sociale*.²⁶ In particolare, vige il generale principio di libertà anche per gli individui del settore bancario, ma tale libertà è limitata dalla previsione di una *riserva di legge*²⁷, necessaria per determinare "i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali".²⁸

Connesso a tale disposizione costituzionale è l'art. 47 Cost. che assegna alla Repubblica il compito di regolare e disciplinare il settore bancario *in modo permanente e sistematico e non*

²⁰ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 18.

²¹ Cfr. MEZZACAPO, *Commento sub art. 43*, in AA.VV., *Codice commentato della banca. Disciplina generale*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990, I, p. 521 ss.

²² Cfr. SEPE, op. ult. cit., p. 18.

²³ Cfr. AMOROSINO, *La funzione amministrativa di vigilanza sulle banche del nuovo T.U. delle leggi in materia creditizia*, in *Le banche. Regole e mercato. Dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, a cura di Amorosino, Giuffrè, Milano, 1995, cit., p. 83.

²⁴ Cfr. ASSOGESTIONI, *La storia del risparmio*, p. 71.

²⁵ L'art. 41 Cost. recita: "L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali."; l'art. 47 Cost. stabilisce che: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

²⁶ Cfr. OPPO, *Commento sub art. 41 cost.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990, I, cit. p. 6.

²⁷ Cfr. OPPO, op. ult. cit., p. 6.

²⁸ Al riguardo Cfr. CAPRIGLIONE, *Le fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, p. 6.

già mediante opportune programmazioni di ordine anche contingente come invece previsto dall'art. 41.²⁹

Secondo parte della dottrina, la tutela del risparmio nell'art. 47 sarebbe *preordinata alla difesa della moneta*: conseguentemente, il risparmio è collocato *in un ambito esclusivamente bancario*, spettando alla banca il compito di *raccogliere disponibilità monetarie rimborsabili per l'esercizio del credito*.³⁰

L'art. 47 della Costituzione è stato per lungo tempo oggetto di disputa e di contrastanti interpretazioni a causa della presenza nel testo del binomio risparmio-credito: questi due elementi impattano sugli equilibri macroeconomici del Paese attraverso *una reciproca dipendenza, per cui può dirsi che la funzione ai medesimi imputabile debba essere rimeditata anche in vista di una rilettura della tutela del risparmio tipica di una costituzione razionalizzata*³¹, quale la nostra.³²

Questa lettura dell'art. 47 segna un passaggio fondamentale per la disciplina del risparmio. Ad essere tutelato ed incoraggiato non è più solamente il risparmio bancario, ossia quello intermediato dalle entità bancarie, ma il risparmio *sensu lato* inteso, "in tutte le sue forme". Nasce così la *copertura costituzionale del risparmio gestito*, che può riferirsi sia al primo che al secondo comma del medesimo articolo: *il primo comma per i profili macroeconomici connessi alla funzione allocativa del sistema delle gestioni nel quadro più generale del sostegno finanziario allo sviluppo; il secondo comma per quelli microeconomici e di giustizia sociale connessi alla trasformazione del risparmio diffuso, a lenta formazione, in immediata proprietà della collettività*. (...) *Pertanto, il risparmio gestito, favorendo la realizzazione di questa proprietà diffusa, si rileverebbe strumento maggiormente degno di tutela ed incentivazione rispetto alla stessa intermediazione bancaria il cui effetto non è quello di creare una Repubblica di piccoli proprietari, bensì di piccoli creditori*.³³

Di qui il ravvicinamento della Costituzione all'economia: non si può guardare ai contenuti costituzionali solo sotto il profilo normativo, ma occorre saperli inserire all'interno di una disciplina di mercato e all'interno del processo economico.

In tal senso si parla di "Costituzione economica", come *un insieme di istituti che, pur facendo parte del diritto, non appartengono necessariamente alla Costituzione scritta*.³⁴

Per concludere, è chiaro che la tutela del risparmio a tutto tondo, sia esso bancario sia esso non bancario, nasce con l'articolo 47 della Costituzione.

Una volta definito il risparmio gestito, occorre disciplinare il fenomeno stesso. In effetti, poiché fino a quel momento *il sistema della financial economy* era stato *organizzato intorno al settore del credito secondo una logica di assoluta centralità della banca*, il sistema di vigilanza era predisposto solo nei confronti delle banche stesse.³⁵

²⁹ Cfr. GANDOLFI, *Legge bancaria e Costituzione. Premesse ad un corso di diritto privato bancario*, in *Giurisprudenza Italiana*, IV, 1975, cit. p. 365; in generale, Cfr. CAPRIGLIONE, op. ult. cit., p. 7 ss.

³⁰ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 25; in materia cfr. MERUSI, *Commento sub art. 47 Cost.*, in AA.VV., *Codice Commentato della banca*, Giuffrè, Milano, 1990, I, p. 24 ss.

³¹ Cfr. MERUSI, *Commento sub art. 47 Cost.*, cit., p. 26.

³² Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 29.

³³ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., pp. 31-32.

³⁴ Cfr. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 1995, cit., p. 3.

³⁵ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, II, 2^a ed., cit., p. 623.

In relazione a tale ultimo profilo, il legislatore si è focalizzato in misura minore sugli intermediari finanziari non bancari, *per la loro collocazione in un'area diversa da quella creditizia, nella quale la prestazione dei servizi finanziari, svincolata dalla raccolta dei depositi ed effettuata con la partecipazione consapevole dei soggetti interessati, evidenzia un'attività scevra da possibili coinvolgimenti del "pubblico risparmio" e, dunque, non interferente con gli interessi ritenuti meritevoli di tutela dall'ordinamento.*³⁶ Tuttavia, la mancanza di adeguate forme di tutela nei confronti di tali enti finanziari non bancari posizionava il nostro Paese in una condizione di arretratezza. Di qui, la necessità di estendere i controlli anche nei confronti di questi soggetti e di superare il *monopolio bancario nella gestione del risparmio*³⁷.

Ampie e dibattute sono state le idee *in subiecta materia*: una parte della dottrina sosteneva le necessità di una vigilanza pubblica pregnante per garantire la tutela dei risparmiatori e per evitare, vista la rilevanza economica della materia dibattuta, effetti di contagio in caso di crisi; un'altra parte della dottrina, invece, si scontrava con l'idea di una regolamentazione pubblica troppo intensa, credendo che il mercato fosse in grado di selezionare autonomamente operatori corretti e non.

Adottando una soluzione intermedia, si è cercato di garantire competitività e stabilità allo stesso tempo, senza tralasciare un livello adeguato di regolamentazione pubblica, per garantire l'attuazione di un sano e corretto principio di concorrenza e per assicurare la massima tutela possibile ai risparmiatori.³⁸

La legislazione interna al settore bancario e finanziario, considerati gli obiettivi sopracitati e il processo di armonizzazione comunitaria in materia bancaria e finanziaria, ha sottoposto *ad una regolamentazione speciale la prestazione dei servizi finanziari o d'investimento, in precedenza sostanzialmente libera, riservandola a determinati soggetti, sottoposti a forme più o meno stringenti di controllo.*³⁹

In tale contesto, si collocano la legge 7 giugno 1974 n. 216, istitutiva della Consob quale autorità di controllo sulle società quotate e la borsa, con cui si attua una "miniriforma" del mercato mobiliare, per fare recuperare allo stesso un ruolo di centralità nell'allocazione del risparmio e la legge 23 marzo 1983 n. 77, "Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliari".

Quest'ultima introduce, per la prima volta in Italia, la disciplina della gestione collettiva del risparmio e una serie di controlli sulle attività di raccolta del risparmio non bancario, *ric conducibili alla formula della "sollecitazione del pubblico risparmio", nonché una regolamentazione compiuta dei fondi comuni di investimento mobiliare "aperto" che inaugura l'ingresso sul nostro mercato degli investitori finanziari istituzionali.*⁴⁰

L'obiettivo di tali interventi normativi è quello di introdurre una regolamentazione in grado di assicurare il corretto svolgimento delle funzioni di trasmissione dei fondi dagli operatori in

³⁶ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., cit., p. 624.

³⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Giuffrè, Milano, 1978, cit., p. 3.

³⁸ Al riguardo Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, pp. 36-37 e PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, pp. 623-631.

³⁹ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., pp. 38-39.

⁴⁰ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., p. 625.

avanzo a quelli in disavanzo e di redistribuzione dei rischi derivanti dal processo produttivo.⁴¹

*S'inizia a comprendere la necessità di attuare una tutela del risparmio a tutto tondo, che copra tempestivamente ed efficacemente i varchi che l'innovazione finanziaria apre nella rete di salvaguardia predisposta dal legislatore*⁴².

Inoltre, occorre essere competitivi a livello comunitario e, dunque, adeguarsi agli standard degli altri Paesi europei. Sulla base di tale presupposto nasce la legge 2 gennaio del 1991 n. 1, che intende avviare il mercato mobiliare nazionale verso una fase più matura. In questa prospettiva attua una serie di riforme strutturali volte a creare una disciplina esaustiva di tutti i profili dell'intermediazione finanziaria e mobiliare attraverso la creazione di un sistema di vigilanza sull'attività in titoli ripartita tra Banca d'Italia e Consob. Innanzitutto abilita un nuovo intermediario, le società di intermediazione mobiliare (SIM), a svolgere un'attività di carattere polifunzionale. Definisce l'attività di intermediazione mobiliare, sottoponendola a riserva: codesta attività può essere esercitata solo da SIM, società fiduciarie e banche. La legge del 1991 disciplina infine l'attività di gestione dei patrimoni mobiliari, introducendo regole contrattuali a tutela dell'investitore.⁴³

All'inizio degli anni Novanta, la situazione del territorio *presentava livelli potenziali di crescita del risparmio gestito assai elevati*. Ciò era dovuto a motivazioni differenti: *fattori demografici, riduzione del livello atteso delle prestazioni previdenziali pubbliche e avvio di un processo deflazionistico sostenuto da un abbassamento strutturale dei tassi di interesse*.⁴⁴

La disciplina della gestione collettiva era contenuta in più leggi: la legge 23 marzo 1983 n. 77 sui fondi aperti di investimento in valori mobiliari, sopra indicata, il d.lgs. 25 gennaio 1992, che ha istituito le società a capitale variabile, di cui parleremo nel prossimo capitolo, ed, infine, le leggi 14 agosto 1993 n. 344 e 25 gennaio 1994 n. 86 riguardanti gli organismi di investimento di tipo chiuso che investono rispettivamente in valori mobiliari e immobili.

Dunque, all'inizio degli anni Novanta, nascono forme specializzate di gestione collettiva del risparmio affidate, tramite un sistema articolato di riserve ed autorizzazioni, a soggetti finanziari non bancari. Nasce l'idea di abilitare un intermediario polifunzionale che possa svolgere contemporaneamente servizi di gestione dei patrimoni, sia su base collettiva che individuale.⁴⁵

Nel dibattito tra opzione favorevole alla despecializzazione e quella orientata a dettare una disciplina unitaria dell'attività gestoria è stata sottolineata l'assimilabilità delle gestioni collettive ed individuali sotto il profilo della stabilità e dei rischi collegati ad eventuali infedeltà ed appropriazioni indebite dell'intermediario.⁴⁶ Anche sotto il profilo della regolamentazione, è difficile applicare una disciplina unitaria, in specie sotto il profilo del

⁴¹ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., p. 625.

⁴² Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 40.

⁴³ Sulla legge 1/1991 Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, pp. 625-626; cfr. CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 25, 1991.

⁴⁴ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 43.

⁴⁵ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, pp. 628-629.

⁴⁶ Cfr. ENRIQUES-VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in AA.VV., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Il Mulino, Bologna, 1998, p. 356 ss.

conflitto d'interesse. Le gestioni in monte, infatti, richiedono una vigilanza più pregnante rispetto a quelle individuali *in subiecta materia*.⁴⁷

Ad accompagnare la polifunzionalità, tuttavia, devono esservi norme in grado di tutelare maggiormente i risparmiatori: rileva, in materia, il D. Lgs. 23 luglio 1996 n. 415, “Decreto Eurosim”, che recepisce le due direttive comunitarie, la n. 93/22/CEE e la n. 93/6/CEE, rispettivamente sulla prestazione dei servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e sull’adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.⁴⁸

Occorreva, dunque, un documento che recepisce il Decreto Eurosim e tutte le novità verificatesi fino a quel momento e le inserisse in un unico testo secondo *calcolabilità ed ordine*⁴⁹: il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58).

Il Testo Unico, *nuovo ordinamento del mercato mobiliare*⁵⁰, *detta una nuova disciplina organica delle forme di gestione collettiva di patrimoni, coordinandola con l’attività di gestione individuale di portafogli d’investimento*.⁵¹

Con il Testo del 1998 si è avuta una vera e propria riforma della gestione collettiva del risparmio, oramai riservata alle società di gestione del risparmio e alle Sicav⁵²: sono mutate le principali caratteristiche della normativa previgente, sia per adeguarsi al processo di armonizzazione comunitaria, sia per cercare di rendere quanto più possibile unitaria l’attività di *asset management*⁵³.

Tra le principali novità rileva un crescente livello attribuito alla normativa secondaria emanata dalle autorità, necessaria per essere al passo con i tempi veloci dell’evoluzione dei mercati finanziari. Ancora: grazie al Testo Unico ci si focalizza sull’attività di gestione complessivamente intesa e non solo sul prodotto oggetto della medesima attività ed, infine, abilita in via esclusiva un nuovo intermediario, la società di gestione del risparmio, a svolgere congiuntamente servizi di gestione collettiva ed individuale.⁵⁴

Con l’introduzione della società di gestione del risparmio non solo si incide sui livelli concorrenziali del settore⁵⁵, permettendo *agli intermediari nazionali di competere d armi pari con gli esteri*, ma si crea un competitor anche per le banche nella raccolta del risparmio tra il pubblico. Queste ultime entità, essendo intermediari polifunzionali, abilitate a svolgere la totalità delle attività bancarie e finanziarie, fatta salva proprio la gestione su base collettiva, hanno visto ridurre l’appetibilità delle proprie forme di impiego, a favore di un maggiore ricorso alle gestioni, all’interno di *un contesto caratterizzato dalla riduzione della forbice dei tassi bancari e da uno sviluppo quasi esponenziale del mercato borsistico*⁵⁶.

⁴⁷ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 54.

⁴⁸ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., p. 630.

⁴⁹ Cfr. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Laterza, Bari, 1998, p. 35.

⁵⁰ Cfr. COSTI, *L’ordinamento bancario*, cit., p. 89.

⁵¹ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 65.

⁵² Si veda l’art. 33, comma 1, TUF; cfr. RADITTI BEDOGNI, *Commento all’art. 33*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, pp. 349-361.

⁵³ Cfr. DRAGHI, *Audizione avanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati in data 10 dicembre 1997*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1997, I, p. 771 ss.

⁵⁴ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, p. 68.

⁵⁵ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, p. 632.

⁵⁶ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 55.

In seguito all'emanazione del Testo Unico, sono state approvate molte direttive comunitarie, con l'obiettivo di giungere ad *un'armonizzazione massima delle legislazioni nazionali in materia di mercato mobiliare e finanziario*: tra queste rileva particolarmente la MIFID (Market in Financial Instruments Directive) n. 2004/39/CE, recepita in Italia con il D. Lgs. n. 164/2007, che *consente alle imprese di investimento di godere effettivamente di un "passaporto unico" ed agli investitori di beneficiare del medesimo livello di protezione, a qualsiasi sistema di intermediazione mobiliare europeo decidono di rivolgersi*.⁵⁷

Nonostante le riforme e il processo evolutivo in atto del mercato mobiliare, nel biennio 2002-2003, si sono verificati dei gravi scandali finanziari e la crisi di grandi gruppi industriali, quali Cirio e Parmalat, che hanno causato *pregiudizi per il risparmio investito in titoli dagli stessi emessi e collocati presso il pubblico dal sistema bancario*⁵⁸. Tali dissesti hanno evidenziato carenze dell'ordinamento societario ad impedire, o quanto meno contenere, gli esiti degli eventi negativi, scaturiti da comportamenti elusivi e senza scrupoli messi in atto dagli imprenditori. Hanno messo in luce la mancanza di adeguate forme di vigilanza sia sulle banche che sui mercati ed i conflitti di interesse in cui si trovavano le banche *che collocavano presso il pubblico dei titoli "spazzatura" per diminuire con il ricavato la propria esposizione nei confronti degli emittenti*.⁵⁹

In tale contesto, viene emanato dalla Banca d'Italia il Regolamento del 14 aprile del 2005 sulla gestione collettiva del risparmio allo scopo di uniformare la disciplina vigente alle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, che modificano la direttiva del Consiglio 85/611/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICR).⁶⁰ Il regolamento incide su diversi aspetti della disciplina, cercando di coniugare le disposizioni nazionali con quelle comunitarie e, al contempo, tenendo conto dei segnali e dei trends del mercato. Innanzitutto sono previsti *maggiori spazi operativi ai gestori e una semplificazione delle procedure operative* stesse, per eliminare ridondanze ed agevolarne la comprensione e la consultazione. Ancora, è richiesta una pregnante attività di risk management e di tutela dei risparmiatori, senza limitare le opportunità concorrenziali, da cogliere all'interno di un terreno in cui devono vigere massima chiarezza e correttezza.⁶¹

Inoltre, il Regolamento prevede una dotazione minima di capitale sociale iniziale per le società che richiedono l'autorizzazione per lo svolgimento dell'attività di gestione collettiva del risparmio: si tratta di una forma di *tutela selettiva*, che vuole *garantire la sicurezza del mercato attraverso la solidità delle imprese*.⁶²

⁵⁷ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, cit., pp. 633-634.

⁵⁸ Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., pp. 91-92.

⁵⁹ Cfr. COSTI, op. ult. cit., pp. 91-92, cit., p. 92; cfr. CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010 p. 274.

⁶⁰ Per il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio, si veda http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/Prov._14042005_-_14.pdf.

⁶¹ Cfr. PLACANICA, *Il regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di risparmio gestito. Principali novità*, in *Mondo bancario*, Nov-Dic 2005, f. 6, pp.32-40.

⁶² Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010, cit., pp. 678-679.

Qualche mese dopo l'emanazione del Regolamento, è stata approvata la legge 28 dicembre 2005, n. 262: "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", che rappresenta lo strumento con cui l'autorità politica rielabora le numerose questioni organizzative verificatesi negli ultimi anni e introduce il modello di vigilanza per funzioni.⁶³

Lo sviluppo del risparmio gestito *ha modificato il ruolo dei mercati e degli intermediari finanziari nel processo di allocazione delle risorse, ha indotto cambiamenti nella struttura competitiva dell'industria finanziaria e ha determinato un ampliamento senza precedenti della gamma di prodotti finanziari a disposizione degli investitori.*⁶⁴

Concludendo, si può dire che il fenomeno del risparmio gestito rappresenta uno dei più importanti cambiamenti avvenuti nel sistema finanziario del nostro Paese.

1.2 Il fenomeno del risparmio gestito: dinamiche e dimensioni

Come si è avuto modo di sottolineare nel paragrafo precedente, a partire dagli anni Ottanta e Novanta si è registrata un'evoluzione del risparmio gestito, a discapito di quello tradizionale amministrato, come principale modalità di impiego della ricchezza delle famiglie.⁶⁵ Tale sviluppo non ha riguardato solo il nostro Paese bensì l'Europa, *sensu lato* intesa, che si è aggiudicata il secondo posto in graduatoria, subito dopo gli Stati Uniti, per dimensioni assolute e relative di reddito.⁶⁶

Nonostante si presenti come componente fondamentale del mercato finanziario nazionale e comunitario, risulta complesso individuare una definizione univoca e definita di risparmio gestito. Con il termine di "asset management" si fa riferimento a *segmenti fra loro diversi*:⁶⁷ si passa dall'attività di gestione collettiva, ossia dalla prestazione delle attività di promozione, istituzione e organizzazione di un fondo comune di investimento e di gestione professionale del patrimonio di un Organismo d'Investimento Collettivo del Risparmio,⁶⁸ in cui la quota di ogni risparmiatore confluisce in un patrimonio unico, alla gestione individuale di banche ed intermediari mobiliari, ossia al segmento del *private money*, *dove il cliente è intestatario di un conto titoli individuale di cui il gestore cura nel tempo la composizione.*⁶⁹ Ancora: prodotti assicurativi a capitalizzazione e fondi pensione.

Tra queste attività, inoltre, si riscontrano delle *sovrapposizioni*: *non di rado, infatti, le attività finanziarie dell'uno rappresentano, per così dire, le passività dell'altro: si pensi alla ricchezza private investita attraverso Sicav, oppure alle quote di Oicvm acquistate dai fondi*

⁶³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici*, p. 274.

⁶⁴ Cfr. ASSOGESTIONI, *La storia del risparmio*, cit., p. 78.

⁶⁵ Cfr. DI GIORGIO, *Il risparmio gestito: le tendenze internazionali e le evoluzioni nel settore domestico*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2003, p. 504.

⁶⁶ Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, Bancaria Editrice, Roma, 2004, p. 7.

⁶⁷ Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*: n. 21, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 1997, cit., p. 6.

⁶⁸ Al riguardo si veda l'art. 1, comma 1, lett. n, TUF; cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Cacucci, Bari, 2006, pp. 53-54; cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2004, 3^a ed., p. 186 ss.

⁶⁹ Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, cit., p. 84.

*pensione, o ancora ai gestori che hanno tra i propri clienti altre società di money management.*⁷⁰

Si addivene, pertanto, alla definizione di una realtà caratterizzata dalla possibilità di effettuare varie attività che consentono, attraverso la selezione e la valutazione dei titoli, di costruire portafogli finanziari orientati al raggiungimento dei benefici tipici di una strategia di diversificazione efficiente.⁷¹ Si configura, quindi, una prospettiva il cui il risparmio gestito risulta essere *genus eterogeneo, che accoglie al suo interno più specie diverse.*⁷²

Sotto un profilo generale, è bene soffermarsi sulla funzione economica e sui fattori che hanno concorso all'evoluzione del risparmio gestito, definito dunque come quella tecnica finanziaria con cui è posto in essere *l'affidamento di una quota dei risparmi finanziari, previdenziali ed assicurativi ad investitori istituzionali.* Più precisamente, gli investitori istituzionali sono gli operatori che offrono i prodotti del risparmio gestito e sono *il risultato del processo di specializzazione operativa che ha caratterizzato l'evoluzione dei mercati finanziari, allo scopo di massimizzare la relativa combinazione rischio-rendimento.*⁷³

Gli ultimi due decenni degli anni Novanta sono stati protagonisti di uno sviluppo del mercato finanziario, senza precedenti. L'entrata dell'euro nel 1999, l'avvio di una politica monetaria unica guidata dalla Banca Centrale Europea, la forte crescita dell'economia statunitense, la ripresa di vari Paesi emergenti e lo sviluppo della *new economy*, che ha comportato una riforma strutturale nel mondo della finanza, incidendo sulla predisposizione della catena del valore delle imprese, sulla relazione con il cliente e sulle reti distributive, sono tutti fattori che hanno contribuito all'evoluzione del risparmio gestito.⁷⁴

La diffusione della rete Internet e l'implementazione della *Information and communication technology (ICT)* hanno reso i mercati finanziari molto volatili e soggetti al cambiamento, comportando una valorizzazione delle azioni ed un atteggiamento degli investitori, soprattutto in Italia, orientato alla diversificazione del rischio.

Si assiste, dunque, a profondi mutamenti che accrescono l'investimento nel capitale di rischio dei portafogli degli investitori istituzionali, a discapito dei titoli di Stato e di quelli obbligazionari, e il potenziamento dei fondi comuni di investimento, il cui rilievo in ambito finanziario è dovuto anche alla struttura dei costi che l'investitore deve sostenere e che risulta improntata sulla trasparenza. In tale logica deve essere inserita la previsione della Consob, che richiede di pubblicare, per maggiore tutela ed informazione nei confronti dei risparmiatori, *l'expense ratio.*⁷⁵

In tale prospettiva, riveste un ruolo particolarmente rilevante il processo di globalizzazione economica che ha comportato la cosiddetta *finanziarizzazione dell'economia.*⁷⁶ Si è, infatti, individuato un rapporto causale tra lo sviluppo della finanza e quello dell'economia reale: *la*

⁷⁰ Cfr. ONADO, op. ult. cit., cit., p. 84.

⁷¹ Cfr. DI GIORGIO, op. ult. cit., p. 506.

⁷² Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, cit., p. 84.

⁷³ Cfr. BOSCIA e DI CAGNO, *Delocalizzazione produttiva nel risparmio gestito e competitività del Sistema-Italia*, in *Mondo bancario*, f. 2, 2002, cit., p. 23.

⁷⁴ Cfr. ARCELLI, *Fondi di investimento e risparmio gestito*, in *Economia italiana*, f. 1, 2000, pp. 135-136.

⁷⁵ Cfr. ARCELLI, op. ult. cit., pp. 143-144.

⁷⁶ Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta dagli intermediari finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, II, 2^a ed., 2010, p. 810.

*ricchezza finanziaria cresce progressivamente (...) rispetto quella reale.*⁷⁷ Più articolati sono i sistemi finanziari, maggiore è l'accrescimento economico: la linea che demarcava i confini nazionali tende a scomparire, gli imprenditori possono reperire le risorse e i capitali per sostenere i loro progetti sui mercati internazionali, aumentando la competizione tra gli intermediari.

La globalizzazione ha spinto gli investitori *all'utilizzo di intermediari professionalmente dediti alla gestione del risparmio.*⁷⁸ Ha indotto i risparmiatori a supportare, con la propria ricchezza, i processi produttivi delle imprese e non più, a differenza del passato, ad acquistare titoli del debito pubblico, i cui tassi reali e nominali risultavano essere sempre più bassi.⁷⁹ Si spiega pertanto come gli strumenti del risparmio gestito abbiano migliorato la loro posizione sui mercati finanziari: essi permettono maggiori opportunità di investimento, un servizio di affidabilità degli investimenti stessi e competenze professionali che consentono di essere più competitivi con e sul mercato.⁸⁰

A ben considerare, la globalizzazione della finanza ha comportato l'ampliamento del novero dei prodotti finanziari e, dunque, ha contribuito allo sviluppo della diversificazione, avendo tali prodotti caratteristiche diverse in termini di durata temporale e combinazione rischio-rendimento. Tuttavia, la sofisticazione di tali strumenti finanziari richiede il rispetto di determinati requisiti di trasparenza ed adeguatezza sia da parte degli operatori di mercato che dei risparmiatori.⁸¹

In effetti, la circostanza che il risparmio sia finalizzato ad investimenti produttivi, fa sì che gli intermediari si ritrovino a relazionarsi con una clientela profondamente eterogenea in termini di consapevolezza e competenze⁸² e ciò richiede evidentemente maggiori accortezze.

Da quanto precede risulta chiaro che le famiglie, attraverso l'affidamento dei propri risparmi ad investitori istituzionali, oltre a diversificare i loro investimenti, cosa che per le ridotte dimensioni dei loro patrimoni non avrebbero potuto effettuare individualmente, tentino di superare le problematiche connesse con *la carenza di conoscenze per gestire in modo corretto i propri saldi finanziari. La presenza di organismi collettivi di investimento contribuisce quindi ad attenuare il divario informativo tra gli operatori, e questo rappresenta notoriamente un progresso verso la massima efficienza del mercato.*⁸³

Viene, altresì, in considerazione, come determinante dello sviluppo del risparmio gestito, *l'invecchiamento della popolazione*, che ha canalizzato la ricchezza finanziaria verso i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e le assicurazioni sia per i maggiori vantaggi fiscali

⁷⁷ Cfr. SANTINI, *Prevenzione e contrasto del riciclaggio nel mercato globale*, Intervento nell'ambito del Forum Annuale su *Il controllo dei mercati finanziari*, Roma, 22 maggio 2001.

⁷⁸ Cfr. PONTOLILLO, *Globalizzazione, finanza ed etica*, Lezione tenuta all'Almo Collegio Borromeo, Università degli Studi di Pavia, 13 Novembre 2003.

⁷⁹ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., pp. 809-814.

⁸⁰ Cfr. BOSCIA e DI CAGNO, *Delocalizzazione produttiva nel risparmio gestito e competitività del Sistema-Italia*, pp. 23-24.

⁸¹ Cfr. PICCONE, *L'impatto dell'euro sulle tecniche di investimento del risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, , vol. 25, f. 3, 1998, p. 309.

⁸² Cfr. ROSATI, *Audizione del Funzionario generale della Consob nel corso dell'Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2005, p. 213 ss.; in generale, cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., p. 815.

⁸³ Cfr. COMANA, *Perché c'è bisogno di risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, 1993, f. 4, cit., p. 314.

sia per l'ottenimento, tramite tali strumenti, di un migliore rapporto rendimento-rischio-liquidità.⁸⁴

Si addivene, pertanto, alla conclusione che, nella letteratura finanziaria, gli elementi distintivi dell'attività del risparmio gestito sono essenzialmente due: *la costruzione di portafogli finanziari da parte di operatori specializzati (asset manager) nel processo di valutazione e selezione dei titoli prevalentemente negoziabili e la cui combinazione è finalizzata a sfruttare i vantaggi finanziari della diversificazione e l'esistenza di una delega alla gestione di portafogli finanziari che consente di ricondurre in modo diretto gli investimenti effettuati dal gestore alla situazione patrimoniale degli investitori che sopportano il rischio ultimo delle scelte di investimento.*

Il rapporto tra patrimonio dell'investitore e portafoglio definito e gestito dall'intermediario dipende dal tipo di gestione, collettiva o individuale, messa in atto.⁸⁵

La gestione collettiva del risparmio presenta un'elevata complessità, frutto delle numerose forme di gestione collettiva esistenti, alcune delle quali risultano oggi profondamente modificate rispetto alle previsioni dettate dal Testo Unico della finanza.⁸⁶

Più in particolare, fattori che prima risultavano distintivi, come ad esempio il carattere pubblico, oggi non permettono di identificare in modo chiaro e definito la gestione collettiva. Anche l'unico attributo che sembrava distinguere la gestione collettiva da quella individuale, quale la "spersonalizzazione" dell'attività di gestione, che viene svolta guardando agli interessi collettivi dei partecipanti all'organismo di investimento anziché quelli del singolo investitore, oggi non funge più da tratto peculiare, essendo riscontrabili casi in cui la gestione individuale non risulta poi essere così personalizzata.⁸⁷

L'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio è riservato alle SGR e alle SICAV ed è definito dall'art. 33, comma 1, lett. n del Testo Unico. La definizione di gestione collettiva ruota attorno alla cosiddetta "gestione in monte": l'interesse perseguito dal gestore coincide con quello collettivo dei partecipanti al fondo. Di conseguenza, la gestione collettiva risulta standardizzata, non lascia spazi alle esigenze dei singoli investitori, i quali possono solo adattarsi a quanto preposto dal gestore stesso.

Nel delineato contesto, trova ragione la differenza tra la gestione collettiva e individuale⁸⁸, essendo quest'ultima, invece, un'attività improntata sui bisogni e sulle esigenze degli investitori, che individualmente hanno il diritto di intervenire nell'attività gestoria, personalizzando il rapporto, impartendo *istruzioni vincolanti* al gestore *in ordine alle operazioni da compiere*⁸⁹ e autorizzando, come singoli, *modifiche del contratto originario*⁹⁰.

⁸⁴ Cfr. PICCONE, op. ult. cit., p. 309.

⁸⁵ Cfr. BRIGHI, LANDI e LUSIGNANI, *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, in *Quaderni di Ricerche n. 49: "Verso un sistema bancario e finanziario europeo?"*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari, Luigi Einaudi, 2003, cit., p. 8.

⁸⁶ Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, I, 2^a ed., p. 454.

⁸⁷ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., pp. 454-455.

⁸⁸ In merito cfr. RABITTI BEDOGNI, *Commento all'art. 33*, p. 350 ss.

⁸⁹ Così recita l'art. 24, comma 1°, lett. a) del TUF; al riguardo cfr. MAGNONI, *Commento all'art. 24*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, p. 219 ss.

⁹⁰ Cfr. RABITTI BEDOGNI, *Commento all'art. 33*, cit., p. 360.

La natura collettiva dell'attività di gestione del risparmio si *riflette anche nella peculiare disciplina dell'organizzazione dei soggetti che prestano il servizio*.⁹¹

Rileva, in tale prospettiva, la possibile scissione tra soggetti "gestori" e soggetti "promotori". Diversamente, nella gestione individuale⁹², una scissione del genere non sarebbe giustificabile per la natura personalizzata del rapporto tra gestore ed investitore; tuttavia, è prevista la possibilità di esercitare delle *deleghe gestionali*, con cui è possibile consentire la delega, sempre che vi sia stata l'autorizzazione del cliente, dell'intero portafoglio. Anche in quest'ultimo caso, *il delegante non può abdicare alle proprie funzioni di indirizzo e di controllo dell'attività del delegato (...), il che, appunto, pare perfettamente in linea con il diritto incompressibile, che, nelle gestioni individuali, è riconosciuto all'investitore dall'art. 24, 1° comma, lett. a), t.u.f.*⁹³

Le deleghe gestionali possono essere rilasciate anche nell'esercizio della gestione collettiva *con modalità che evitino lo svuotamento della società stessa*.⁹⁴ Tali limiti sono dovuti alla natura della gestione collettiva e alla volontà del legislatore di *restringere la riserva di attività nelle gestioni collettive a tipi organizzativi meno soggetti all'insorgere di conflitti di interesse ed esattamente individuati nel contratto; cautela che presiede a tutta l'attività di gestione collettiva il cui servizio è destinato ad una pluralità indistinta di investitori nessuno dei quali ha individualmente la possibilità di modificare il contratto con l'intermediario*.⁹⁵

Altro elemento differenziale, è il ruolo della banca depositaria che nella gestione collettiva, rispetto a quella individuale, svolge funzioni di controllo sull'operato della gestione stessa e di accertamento di legittimità delle operazioni, di correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo e di esecuzione della controprestazione:⁹⁶ presso di essa devono essere depositate sia le disponibilità liquide sia gli strumenti finanziari di compendio del patrimonio. Oltre alla responsabilità generale connessa con siffatto deposito, la banca depositaria, nella gestione collettiva, ha anche una responsabilità specifica: *essa è responsabile nei confronti della società di gestione del risparmio e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi*.⁹⁷ Secondo l'orientamento interpretativo prevalente, si tratterebbe di responsabilità extracontrattuale nei confronti dei partecipanti al fondo e contrattuale nei confronti della società di gestione. La banca depositaria deve essere inoltre indipendente e distaccata dal soggetto che essa è preposta a vigilare. In tal senso si muovono sia il Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 (Cap. VII) sia il Testo Unico della Finanza (art. 36, comma 4°) che prescrivono alla società promotrice, al gestore e alla banca depositaria l'obbligo di agire "in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo".

Analogamente, la natura collettiva della gestione si riscontra anche nella modalità di conclusione del contratto: quest'ultimo risulta essere standardizzato e non adattabile alle specifiche esigenze dei singoli investitori, essendo predisposto unilateralmente del gestore.

⁹¹ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 457.

⁹² Per la definizione della gestione individuale del risparmio, si veda l'art. 24 del TUF.

⁹³ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 459.

⁹⁴ Si veda al riguardo l'art. 33, comma 4° del TUF.

⁹⁵ Cfr. SODA, *Commento all'art. 33*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, cit., p. 207.

⁹⁶ Si veda al riguardo l'art. 38, comma 1° del TUF.

⁹⁷ In materia, si faccia riferimento all'art. 38, comma 2° del TUF.

La partecipazione al fondo è rappresentata da quote, rappresentate da certificati, e il partecipante ha il solo diritto di chiedere il rimborso, per mezzo di una liquidazione di un importo in denaro, di tali quote. In nessun caso, il partecipante potrà ottenere, al contrario della gestione individuale, la divisione in natura del patrimonio del fondo.⁹⁸

Nonostante tali differenze, *l'esercizio congiunto di gestioni collettive ed individuali non incorre in un conflitto di interessi diverso da quello rinvenibile tra gestioni collettive di fondi propri e altre istituzioni*: vengono, infatti, applicate le regole generali che disciplinano la prevenzione di situazioni potenziali di conflitti di interesse.⁹⁹

È bene evidenziare che nell'ambito della disciplina di rango nazionale vengono individuate diverse forme di gestione collettiva che si discostano dalla stessa nozione generale e che vengono create investendo quote di fondi di una precisa categoria in quote di fondi di altre categorie. Inoltre, è in atto un processo di diversificazione delle tipologie di gestione collettiva che si palesa con l'introduzione di nuove tipologie di fondi comuni di investimento ovvero con la differenziazione delle forme già esistenti: trova qui spiegazione il *poliformismo* e la *poliedricità* della gestione collettiva.¹⁰⁰

Dunque, ne risulta un contesto disciplinare in cui l'investimento in fondi permette di diversificare i propri investimenti in *diversi titoli e in vari mercati, per cogliere le migliori opportunità e ridurre il rischio complessivo*.

La diversificazione, insieme all'autonomia del patrimonio del fondo, separato da quello della società che lo gestisce e dell'intermediario che lo distribuisce, e al controllo svolto sui fondi stessi da parte di Banca d'Italia e Consob, garantisce la massima trasparenza, fiducia e solidità per i risparmiatori che decidono di optare per questo tipo di investimento.¹⁰¹

*I fondi comuni in particolare e il risparmio gestito in generale hanno dato la possibilità anche al risparmiatore medio e piccolo di partecipare allo sviluppo del processo di accumulazione del capitale e di trarne beneficio in termini di mantenimento e di accrescimento del valore reale dei loro risparmi e nello stesso tempo hanno messo in moto con le loro regole di trasparenza, di rendicontazione e di correttezza un mutamento storico del nostro sistema finanziario verso la applicazione di queste stesse regole a tutti gli altri diversi comparti del sistema.*¹⁰²

1.3 Segue: questioni aperte e profili di criticità

In base a quanto esposto finora, appare ovvia una domanda: perché esiste il problema del processo di delocalizzazione produttiva nel settore dell'asset management? Se da un lato la

⁹⁸ Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e gestione collettiva del risparmio*, pp. 459-465.

⁹⁹ Cfr. SODA, op. ult. cit., p. 280.

¹⁰⁰ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 501.

¹⁰¹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, Anno 2, Num. 3, Marzo 2014.

¹⁰² Cfr. CAMMARANO, *Delocalizzazione dell'industria del risparmio gestito, fiscalità e regolamentazione*, in *Discorso del Presidente durante l'Assemblea annuale Assogestioni: "L'Italia può rinunciare al risparmio gestito? Perché la politica non deve trascurare la finanza"*, 16 Marzo 2006.

crescita dei fondi esteri può essere considerata positivamente, rappresentando sia un'apertura del nostro mercato alla concorrenza sia una risposta alla necessità di offrire variegate opportunità di investimento ai risparmiatori, dall'altro lato, invece, occorre considerare sotto altra ottica i fondi promossi all'estero dai gestori italiani.¹⁰³

È vero che la strategia di delocalizzazione offre dei vantaggi nella misura in cui consente di estendere le proprie dimensioni, con il conseguente aumento della quota di mercato.

È vero che la strategia di delocalizzazione permette una presenza diretta sui mercati esteri, economie di costo, acquisizioni di maggiori competenze e prestigio grazie al contatto con team di professionisti di altra nazionalità e cultura.¹⁰⁴

Ma è altrettanto vero che la strategia di delocalizzazione è la manifestazione palese di quanto poco vantaggioso sia operare in Italia rispetto agli altri mercati finanziari europei: *la delocalizzazione offre l'opportunità di evitare i fattori di svantaggio competitivo presenti in un determinato paese.*¹⁰⁵

In Italia i principali fattori di svantaggio competitivo possono essere ricondotti a quelli di natura fiscale e di natura regolamentare. Per quanto concerne le problematiche legate alla fiscalità, occorre menzionare il D. Lgs. 461/97 che ha penalizzato il trattamento fiscale dei fondi comuni italiani rispetto a quelli esteri. Infatti, i redditi dei prodotti italiani erano tassati *“per maturazione” direttamente a loro carico e, quindi, a prescindere dal fatto che i partecipanti li avessero o meno incassati*, mentre i redditi degli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) comunitari armonizzati sono ab inizio *tassati “per cassa” e a carico dei partecipanti, e cioè solo al momento della percezione dei proventi*, potendo così reinvestire un patrimonio di importo maggiore rispetto ai fondi italiani.

È evidente, allora, la ragione per le autorità di vertice dell'ordinamento finanziario hanno assunto provvedimenti preordinati alla riforma della fiscalità dei fondi comuni d'investimento italiani. Il decreto legge n. 225 del 29 dicembre 2010 ha equiparato la disciplina tributaria italiana a quella europea, permettendo il raggiungimento del *level playing field in subiecta materia*: anche l'Italia passa *da un'imposta sui redditi “maturati”, direttamente in capo al fondo, a una tassazione applicata all'investitore al momento del riscatto.*¹⁰⁶

Un'ulteriore riforma riguardante la disciplina fiscale dei fondi italiani, che ha giocato un ruolo chiave per il superamento delle distorsioni fiscali che hanno colpito per molti anni l'industria del risparmio gestito, è quella che ha previsto *l'introduzione dal 1° gennaio 2012 dell'aliquota unica pari al 20% sulle ritenute e le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento che costituisce reddito di capitale e le imposte sostitutive sui redditi diversi*. Tale riforma *ha riguardato anche i proventi dei fondi comuni di investimento e dei risultati delle gestioni patrimoniali, fatta salva la quota di provento riferibile all'investimento in titoli pubblici.*¹⁰⁷

Per quanto attiene agli svantaggi legati alla regolamentazione, essi si riscontrano per la presenza nell'ordinamento italiano sia di notevoli vincoli burocratici imposti dalla normativa

¹⁰³ Cfr. CAMMARANO, op. ult. cit., pp. 1-2.

¹⁰⁴ Cfr. BOSCIA e DI CAGNO, *Delocalizzazione produttiva nel risparmio gestito e competitività del Sistema-Italia*, pp. 26-27.

¹⁰⁵ Cfr. BOSCIA e DI CAGNO, op. ult. cit., cit., p. 27.

¹⁰⁶ Per quanto riguarda la tassazione dei fondi italiani cfr. IMMACOLATO e MORETTI, *La riforma della tassazione dei fondi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2011, cit., pp. 81-83.

¹⁰⁷ Cfr. IMMACOLATO e MORETTI, *L'introduzione dell'aliquota unica*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2011, cit., p. 91.

secondaria sia di una doppia autorità di controllo (Banca d'Italia e Consob) sui fondi. Ciò comporta una sovra-regolamentazione ed una farraginosità che non tiene conto dell'efficienza dell'industria in termini di costi ed operatività.¹⁰⁸ Le troppe regole e le numerose riforme bloccano il settore del risparmio gestito, che risulta assoggettato ad un'eccessiva trasparenza¹⁰⁹: occorre giungere ad una stabilizzazione delle regole del gioco ed evitare che continuino ad esistere previsioni normative e fiscali più stringenti nei confronti degli investimenti in fondi comuni rispetto agli strumenti di investimento alternativi. Si evince, peraltro, la necessità di porre sullo stesso livello di trasparenza i reporting dei prodotti del risparmio gestito e quelli delle banche o delle assicurazioni.¹¹⁰

Il processo di delocalizzazione ha impattato sul sistema economico italiano, provocando una serie di conseguenze poco favorevoli per il nostro Paese: *il depauperamento delle risorse*, che vengono trasferite all'estero, *l'allontanamento dei centri decisionali* e *la depressione del gettito fiscale*, visto che il gestore dirige anche il flusso delle imposte nel paese di destinazione.¹¹¹

A fronte di tale situazione, vengono messe in atto una serie di riforme finalizzate al superamento delle problematiche sopracitate che ostacolano il raggiungimento del *level playing field* nell'industria del risparmio gestito.

Combinata con le distorsioni fiscali e regolamentari, vi sono altri elementi di debolezza che caratterizzano l'industry del gestito. Rilevano tra queste le criticità connesse con la rete distributiva.¹¹²

Il fatto che le banche e gli altri intermediari finanziari abbiano il predominio nella distribuzione dei prodotti del risparmio gestito ha reso possibile che questi ultimi fossero spesso *posti in diretta alternativa con strumenti finanziari più opachi e meno impegnativi in termini di assistenza post-vendita nell'ambito dello stesso canale distributivo*, generando un potenziale conflitto di interessi in quanto *i canali distributivi hanno privilegiato il collocamento dei prodotti finanziari per essi più remunerativi*.¹¹³

La rete bancaria agisce con l'unico fine di massimizzare la propria redditività nel breve termine *favorendo un servizio dedicato alla "pura vendita" di strumenti finanziari*¹¹⁴ e dando vita ad un *effetto sostituzione* tra i fondi di investimento italiani e le altre attività finanziarie più opache e complesse, come le obbligazioni strutturate o i prodotti assicurativi.¹¹⁵

Non esiste una combinazione ottimale tra forme proprietarie e distributive. Da una parte *il modello di integrazione verticale tra produzione e distribuzione comporta la manifestazione di fenomeni di adverse selection a causa del collocamento allo sportello di prodotti gestiti dal gruppo bancario di appartenenza delle società di gestione*. D'altra parte, un modello di

¹⁰⁸ Cfr. CAMMAROTA, op. ult. cit., pp. 1-2.

¹⁰⁹ Cfr. MANCA, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹¹⁰ Cfr. DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹¹¹ Cfr. BOSCIA e DI CAGNO, op. ult. cit., cit., p. 30.

¹¹² Cfr. ARCUCCI, *La crisi italiana del risparmio gestito: analisi e linee di intervento*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2008, p. 496.

¹¹³ Cfr. MESSORI, *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*, in *Assogestioni Working Paper*, Luglio 2008, n. 4, cit., pp. 25-26.

¹¹⁴ Cfr. BOLOGNESI, *I limiti del risparmio gestito in Italia dalla prospettiva dei gestori*, in *Bancaria*, v. 65, f. 12, 2009, cit., p. 52.

¹¹⁵ Cfr. MESSORI, op. ult. cit., cit., p. 8.

concorrenza tra società di gestione indipendenti potrebbe incentivare le reti distributive alla preferenza di quei prodotti che offrono le retrocessioni più elevate, senza tener conto del profilo di rischio specifico del risparmiatore, creando situazioni di *moral hazard*. Una possibile soluzione per risolvere tali criticità potrebbe essere l'introduzione di un servizio di consulenza finanziaria indipendente, su cui ci soffermeremo più avanti.¹¹⁶

In tale direzione, si muove il "Protocollo di Autonomia" come strumento non vincolante per la gestione dei conflitti di interesse, pubblicato da Assogestioni. Si tratta di una serie di *raccomandazioni funzionali all'identificazione dei conflitti d'interesse e delle misure e procedure per la loro efficiente gestione*. La scelta di formulare tale protocollo nasce dall'esigenza di prevenire i potenziali conflitti di interesse delle SICAV e delle società di gestioni, rafforzando l'autonomia decisionale e imprenditoriale delle SGR all'interno del gruppo di appartenenza, esigenza indicata tra le linee di intervento del "Rapporto sui fondi comuni italiani" pubblicato dalla Banca d'Italia nel luglio del 2008.¹¹⁷

Va da sé che la struttura del settore dell'asset management italiano è condizionata da una serie di criticità legate alla struttura banco-centrica, all'integrazione verticale di produzione e distribuzione e alla ridotta capacità di innovazione;¹¹⁸ per vero, il mondo del risparmio gestito risulta da sempre molto conservatore.¹¹⁹ Queste specificità del mercato del risparmio gestito si sono tradotte in maggiori costi, non di produzione ma di distribuzione, che risultano più elevati rispetto alla media europea. A titolo esemplificativo, si tratta di costi legati ad *attività promozionali, servizi di consulenza o di preparazione dei documenti dell'offerta*. I risparmiatori che hanno optato per il risparmio gestito come soluzione dei loro investimenti devono scontare una maggiore onerosità e inefficienza dovute principalmente ai costi distributivi e alle minori risorse lasciate all'innovazione e all'analisi.¹²⁰

Quelli finora elencati rappresentano i principali fattori che impediscono il pieno sviluppo del risparmio gestito italiano. Aggiungasi a ciò un altro elemento fondamentale esplicativo della scarsa propensione della clientela retail verso tali prodotti, ossia la mancanza di un'adeguata *financial education*, necessaria per promuovere una maggiore cultura finanziaria e per cogliere le opportunità che l'industria del gestito ci offre.¹²¹

Occorre dare stabilità e trasparenza agli investimenti. Ciò significa *agevolare la funzione sistemica del risparmio gestito e la costruzione di canali che portino linfa all'economia di questo Paese*.¹²²

C'è un forte bisogno di crescita; per crescere bisogna investire; per investire serve capitale disponibile e quest'ultimo non è altro che il risultato del risparmio dei clienti gestiti. Senza

¹¹⁶ Cfr. BOLOGNESI, *I limiti del risparmio gestito in Italia dalla prospettiva dei gestori*, cit., p. 51.

¹¹⁷ Cfr. ASSOGESTIONI - L'associazione italiana del risparmio gestito, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interesse*, 29 giugno 2010, cit., pp. 7-8.

¹¹⁸ Cfr. *Dossier-Risparmio gestito: i punti critici per la distribuzione*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 20, f. 4, 2008, p. 56.

¹¹⁹ Cfr. DE VIDO, *Fondi comuni di investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹²⁰ Cfr. *Dossier-Risparmio gestito: i punti critici per la distribuzione*, pp. 56-57.

¹²¹ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹²² Cfr. ASSOGESTIONI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit., p. 4.

*risparmio non ci sarà la crescita del domani: financing the economy is the asset management added value.*¹²³

1.4 Procciclicità del settore del risparmio gestito e impatto della crisi finanziaria: ostacoli e opportunità

Dal dopoguerra alla fine degli anni Novanta il tasso di risparmio delle famiglie italiane ha registrato livelli sempre molto alti, che si aggiravano tra il 20% e il 30% del reddito disponibile. Tale circostanza ha favorito lo sviluppo economico del Paese e l'accumulo di un notevole stock di ricchezza.¹²⁴

Tuttavia, a partire del 1995 si è assistito ad un cambio di direzione: il tasso di risparmio ha iniziato ad assumere una tendenza negativa, raggiungendo valori compresi tra il 15% e il 17%. Tale trend è rimasto costante fino alla fine del 2008, anno in cui il manifestarsi della crisi economica ha causato un'ulteriore contrazione del tasso di risparmio, il quale, oggi, si attesta intorno al 12% e risulta principalmente concentrato nelle fasce più anziane della popolazione.¹²⁵

Si è in presenza di un contesto in cui la capacità e la propensione del risparmio delle famiglie italiane, storicamente molto elevata, è andata progressivamente calando.¹²⁶ Gli italiani hanno variato i consumi meno che proporzionalmente di quanto sia variato il loro reddito. Le famiglie tendono a ridurre gli indebitamenti, il loro portafoglio è composto da molte attività reali, in particolare immobili, come la prima casa, ma pochissime attività finanziarie.¹²⁷ L'ammontare dei depositi e degli impieghi liquidi risulta troppo elevato e meno del 10% dei cittadini europei ha investito, almeno una volta, in un fondo: va da sé che esiste un forte potenziale per il settore dell'asset management, che gli operatori devono essere in grado di gestire e sfruttare adeguatamente al fine di canalizzare la ricchezza dei risparmiatori in strumenti del risparmio gestito ed in investimenti a lungo termine, utili anche per supportare l'economia nazionale.¹²⁸

Si delinea un contesto in cui *il risparmio è diventato una merce relativamente meno abbondante*. Da qui, la necessità di *impiegare al meglio la ricchezza* disponibile per ottenere una *redditività adeguata*, per favorire le imprese più meritevoli attraverso l'erogazione di finanziamenti e, dunque, per *sostenere la crescita economica* lato sensu intesa.¹²⁹

Una delle principali complici della contrazione dei tassi di risparmio delle famiglie, oltre alle *dinamiche demografiche*, alle *caratteristiche del sistema di protezione sociale*, al *grado di*

¹²³ Cfr. DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

¹²⁴ Cfr. ROTA, *La propensione al risparmio delle famiglie italiane*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013, p. 12.

¹²⁵ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

¹²⁶ Cfr. ROTA, *L'incentivazione del risparmio a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 0, Settembre 2012, p. 13.

¹²⁷ Cfr. LAPOLLA, *Il Risparmio Gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014

¹²⁸ Cfr. DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

¹²⁹ Cfr. ROTA, *L'incentivazione del risparmio a lungo termine*, cit., p. 13.

*apertura dell'economia, al livello di liberalizzazione dei servizi finanziari, alle dinamiche inflazionistiche e alle politiche di bilancio, è stata la crisi economica del 2008.*¹³⁰

Ciò si spiega in quanto il settore del risparmio gestito si contraddistingue per una *marcata prociclicità* e, pertanto, *replica ed amplifica l'andamento dell'economia reale e del mercato finanziario, in particolare di quello domestico*. Tale correlazione con i mercati incide negativamente sul settore del gestito poiché, non solo *amplifica le fasi del ciclo economico*, ma genera anche una *gestione non ottimale del portafoglio per gli investitori retail*. In particolare, questi ultimi *tendenzialmente comprano in periodi di economia in espansione, e a prezzi elevati, e vendono in periodi di recessione, con inevitabili perdite di valore*.

Siffatto meccanismo è principalmente dovuto alla mancanza di un'appropriata educazione alla *cultura finanziaria dei risparmiatori retail* e ad una *scarsa capacità allocativa*.¹³¹

In tale premessa, rileva il ruolo giocato dalla crisi del 2008, che ha amplificato i due principali punti di debolezza presenti all'interno dell'industria analizzata: *la non sufficiente diversificazione e l'insolita ampiezza dell'area del risparmio amministrato rispetto al gestito, che in generale si caratterizza per profili rischio-rendimento non ottimali*.

In questa logica sistematica, si comprende come le suddette tendenze, già in atto prima della crisi finanziaria, abbiano preso il sopravvento con l'affermarsi della crisi stessa, comportando determinate conseguenze, quali *l'aumento dell'avversione al rischio e la drammatica perdita di fiducia degli investitori* nei confronti degli operatori, che hanno spinto i risparmiatori ad orientarsi verso *prodotti più semplici* e meno rischiosi e verso una *gestione più autonoma*.¹³²

Tale contesto di incertezza economico-finanziaria e di volatilità degli strumenti finanziari ha, dunque, generato, da un lato, la diminuzione della fiducia nel settore e nelle istituzioni,¹³³ dall'altro, l'accrescimento dell'importanza che i risparmiatori danno all'informazione. Per (ri)generare fiducia, occorre rendere consapevole il risparmiatore e, dunque, operare sulla *literacy*,¹³⁴ ossia sulla cultura finanziaria dello stesso.

*Senza la fiducia degli investitori non si possono attrarre risparmi e aumentare le masse in gestione. E di conseguenza non si può sperare di convincere i regolatori e i politici a sostenere l'industria. Bisogna combattere l'ignoranza finanziaria: l'istruzione è un pilastro fondamentale. (...) E' la chiave per proteggere la reputazione del settore. Sotto un profilo generale è evidente come tutto ciò possa essere raggiunto solo tramite l'adozione di un approccio proattivo alla comunicazione attraverso i social media e i siti web dedicati. Bisognerebbe fare dei road show in tutte le università europee. Gli studenti sono i nostri clienti futuri. Sono i talenti del futuro.*¹³⁵

¹³⁰ Cfr. ROTA, *La propensione al risparmio delle famiglie italiane*, cit., p. 12.

¹³¹ Cfr. KPMG Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, in *kpmg.com/it*, cit., pp. 14-16.

¹³² Cfr. GIORDANO, *Quali prospettive per il risparmio gestito dopo la crisi?*, in *L'industria del risparmio in Italia dopo la crisi*, Bancaria, Roma, 2010, cit., pp. 147-148.

¹³³ Cfr. SINISCALCO, *Fiducia*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013, p. 6.

¹³⁴ Cfr. GIORDANO, op. ult. cit., cit., p. 148.

¹³⁵ Cfr. DARGNAT, *EFAMA spinge sugli investimenti a lungo termine*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013, cit., p. 11.

Negli anni Settanta dello scorso secolo, si sono sviluppati degli studi riguardanti la *behavioral finance*,¹³⁶ disciplina che cerca di superare le anomalie di comportamento degli investitori tenendo conto del fatto che i processi decisionali degli stessi sono influenzati non solo da fattori razionali, ma anche emotivi.¹³⁷

*Consegue la necessità di riservare spazi crescenti all'educazione finanziaria, che tiene conto della frequente incapacità degli investitori di compiere scelte per loro ottimali. (...) Gli operatori devono agire nel tentativo di reinterpretare in chiave innovativa e concreta il "dovere di agire nel miglior interesse del cliente", già presente nella direttiva MiFID.*¹³⁸

Educare alla finanza è diventata evidentemente un'esigenza sempre più sentita: aiuta giovani e adulti, esperti e meno esperti a fare scelte migliori.¹³⁹

In tale contesto, un ruolo determinante è giocato dall'attività di marketing che deve intervenire nell'ambito delle dinamiche del risparmio gestito, al fine di avvicinare gli operatori agli investitori/risparmiatori e di offrire prodotti sempre più appetibili e rispondenti alle esigenze di questi ultimi.¹⁴⁰

*Ottenere prodotti sempre più aderenti alle necessità degli investitori e pensare a soluzioni che rispondano ai bisogni concreti dei clienti vuol dire innovare.*¹⁴¹ Innovare significa offrire servizi e prodotti migliori che, in relazione al contesto economico, rispondano meglio ai problemi dei clienti. *Solo attraverso la costante innovazione è infatti possibile rispondere al continuo mutamento dei mercati e delle esigenze degli investitori.*¹⁴² L'innovazione deve essere considerata come *un approccio mentale permanente che sta alla base di ogni iniziativa*¹⁴³.

Si assiste anche alla promozione di una rilevante strategia di comunicazione che, oltre a focalizzarsi sulla promozione della cultura finanziaria, ha *valorizzato il ruolo sistemico del risparmio gestito* e ha *espanso l'area di influenza*, con progetti rivolti sia agli *addetti che ai non addetti ai lavori*.¹⁴⁴

Gli operatori sono chiamati a svolgere una serie di attività riguardanti la valutazione dei bisogni finanziari della clientela per individuare e creare un portafoglio coerente con le caratteristiche di rendimento-rischio, durata e liquidità desiderate dall'investitore. Ancora, gli intermediari hanno il compito di stipulare il contratto necessario per la vendita del prodotto e

¹³⁶ Cfr. KAHNEMAN e TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica, 1979, 47, p. 263 ss.; si veda altresì, AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2011, n. 68, p. 6.

¹³⁷ Al riguardo, si veda ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratti di intermediazione finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2011, *passim*.

¹³⁸ Cfr. PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Giuffrè, Milano, 2013, cit., pp. 187-220.

¹³⁹ Cfr. BELTRATTI, *Conoscere, capire, sperimentare*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013, p. 10-14.

¹⁴⁰ Cfr. TAGI, *Il risparmio gestito tra economie di scala e marketing*, in *Banche e banchieri*, 1999, v. 26, f. 3, p. 266.

¹⁴¹ Cfr. VIVIANI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012, cit., p. 5.

¹⁴² Cfr. GIANGRANDE, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012, cit., p. 6.

¹⁴³ Cfr. ALBARELLI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012, cit., p. 6.

¹⁴⁴ Cfr. MENCHINI, *Comunicazione*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010, cit., pp. 109-112.

di raccogliere i fondi ed, infine, devono comunicare, attraverso il reporting, l'andamento della performance realizzata dal portafoglio azionario.¹⁴⁵

La performance finanziaria, infatti, rappresenta il principale parametro per misurare il successo di un gestore e dei suoi prodotti, tanto agli occhi della clientela retail che dei grandi committenti istituzionali. È appena il caso di far presente che la sofisticazione e la complessità dei servizi offerti hanno reso obsolete le tradizionali forme di reporting e hanno richiesto lo sviluppo di nuovi *strumenti di rendicontazione* per fornire in tempo reale tutte le informazioni inerenti alle attività e alle eventuali passività finanziarie del cliente.¹⁴⁶

A ciò aggiungasi lo svolgimento dell'attività finalizzata al mantenimento della relazione con il cliente.¹⁴⁷ In un contesto come quello attuale, confuso e complesso, c'è la necessità di puntare sulla *semplificazione e sulla facile rappresentazione dell'offerta*, attraverso risposte semplici, rinnovamento dell'offerta e potenziamento del supporto alle reti distributive, sulla *flessibilità dei prodotti*, per investire in qualsiasi mercato e tipologia di titolo, alla ricerca delle migliori opportunità, ed, infine, sulla *distribuzione multimanager*. Tre ingredienti questi capaci di contribuire alla rigenerazione della fiducia da parte della clientela.¹⁴⁸

Ciò posto, l'industria del risparmio gestito può agire su tre fronti: la *diversificazione dell'offerta*, l'*elaborazione di soluzioni complete e non solo di prodotti* e la collaborazione con collocatori e distributori per migliorare il servizio.¹⁴⁹

All'interno del contesto testé descritto, l'investitore si affida in larga misura all'operatore, che è in grado di influenzare sia la scelta di investire o meno sia su quali prodotti investire. Viene da sé che, per garantire la protezione del risparmiatore e per assicurare che vi sia un'efficiente e sana concorrenza, occorre che il valore della trasparenza sia massimo.¹⁵⁰

Il settore del risparmio gestito gioca un ruolo fondamentale nella tutela del risparmio. Il flusso informativo diretto all'investitore è notevolmente aumentato in seguito alla crisi finanziaria: il risparmiatore è sempre in grado di conoscere quanto valgono i suoi fondi e come sono gestiti, in modo da poter monitorare il trend dei propri investimenti. Attraverso tali informazioni, pubblicate quotidianamente ed online, si possono scegliere i prodotti più confacenti alle proprie esigenze nell'ambito di una gamma molto vasta, organizzata in oltre 40 diverse categorie.¹⁵¹ Bisogna però evitare che tutta questa trasparenza funga da fattore ostacolante per le dinamiche del gestito: *i risparmiatori vogliono fidarsi degli operatori del settore come si fidano del medico*. Ciò rischia di ingessare il settore, che sembra pagare il prezzo di una maggiore trasparenza rispetto agli altri comparti del mercato finanziario.¹⁵²

¹⁴⁵ Cfr. BRIGHI, LANDI e LUSIGNANI, *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, p. 10.

¹⁴⁶ Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, cit., p. 94 e pp. 100-101.

¹⁴⁷ Cfr. BRIGHI, LANDI e LUSIGNANI, op. ult. cit., p. 10.

¹⁴⁸ Cfr. DOSSIER FONDI-Risparmio gestito, *Le nuove strategie di marketing*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 20, f. 6, 2008, cit., pp. 66-68.

¹⁴⁹ Cfr. LOMBARDO, *Le sfide per gestori e banche: "Mettere il risparmiatore al centro"*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012, cit., p. 20.

¹⁵⁰ Cfr. ONADO, *Le banche e la gestione del risparmio*, in *Banche e banchieri*, 2004, v. 31, f. 1, p. 25.

¹⁵¹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Tutela del risparmio e crisi finanziaria*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,620,0,49,html/tutela-del-risparmio-e-crisi-finanziaria>.

¹⁵² Cfr. GIULIANI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

In tale direzione, si muove anche il progetto “Carta degli Investitori”¹⁵³ che vede impegnati la Consob e i rappresentanti delle associazioni dei consumatori e che nasce, appunto, con la volontà di incrementare la consapevolezza dei risparmiatori, fornendo strumenti, soluzioni e condizioni per migliorare la *capacità di autotutela degli investitori* e per permettere l’acquisizione delle *conoscenze dei propri diritti nell’interlocuzione con gli intermediari finanziari*. La “Carta degli Investitori” si articola in *tre sottoprogetti*: il primo è quello orientato a *formare ed informare*, mediante una *sensibilizzazione dei risparmiatori sui propri diritti attraverso la creazione di un network informativo/formativo tra Consob e associazioni*. Al secondo posto c’è la volontà di giungere ad un *rafforzamento della vigilanza*, per mezzo di un miglioramento della competenza di selezionare tutte quelle informazioni funzionali ad orientare le azioni di vigilanza stessa. Da ultimo, si punta a *velocizzare le controversie tra intermediari finanziari ed investitori*.¹⁵⁴

La mancanza di fiducia comporta una minore incidenza dell’investimento azionario e del risparmio gestito tra gli investitori retail italiani rispetto alla media europea e statunitense. Colpevoli di ciò sono sia il legislatore, che non ha saputo affrontare i vari scandali finanziari e le situazioni di crisi in modo tempestivo, sia gli intermediari che hanno agito sempre in un’ottica di breve periodo, tralasciando la prospettiva di lungo e l’attenzione nei confronti della clientela.¹⁵⁵

Non v’è dubbio, dunque, che occorre rigenerare fiducia. Per ricrearla occorre puntare sul potenziamento della *leadership* sia da parte dell’industria dell’asset management sia da parte delle istituzioni. Tale previsione è necessaria anche per incentivare i risparmiatori a considerare maggiormente il risparmio gestito come un’opzione dei propri investimenti e ad investire nel lungo termine.¹⁵⁶

In tal senso, si è mossa anche la Commissione europea che nel Luglio del 2012 ha proposto l’introduzione di una *disciplina armonizzata dei fondi di investimento a lungo termine rivolti agli investitori al dettaglio per aprire nuove opportunità di sviluppo del settore*. Questi investimenti svolgerebbero due ruoli rilevanti: consentirebbero al retail di *partecipare al finanziamento di attività economiche di primaria importanza* ed, inoltre, *permetterebbero di ridurre la volatilità migliorando il rapporto rendimento-rischio*.¹⁵⁷

Sotto altro profilo, rileva l’esigenza di effettuare delle scelte di investimento che rispecchino la fase economica e i trend macroeconomici del contesto in cui si opera, al fine di ottenere i migliori risultati possibili. Da qui, considerando la notevole volatilità ed instabilità dei mercati finanziari, a fortiori dimostrate in questi ultimi anni, trova spiegazione l’adozione di fondi e gestioni basati su un approccio flessibile e l’implementazione di una strategia distributiva multimanager.

Si individuano, per tal via, gli elementi più innovativi e interessanti introdotti nell’industry del gestito negli ultimi tempi, i quali permettono di far fronte ad un *contesto di mercato*

¹⁵³ Al riguardo, si veda CONSOB, *Progetto “Carta degli Investitori”*, Tavolo di lavoro congiunto Consob-Associazioni dei Consumatori, 30 gennaio 2014.

¹⁵⁴ Cfr. D’AGOSTINO, *Consob scende in campo a tutela degli investitori*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014, cit., p. 8.

¹⁵⁵ Cfr. COLOMBO, *In Europa il multimanager si allarga al retail*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 4, 2007, pp. 47-48.

¹⁵⁶ Cfr. MANCA, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

¹⁵⁷ Cfr. D’APICE, *Le iniziative della Commissione europea sui fondi d’investimento a lungo-termine*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012, pp. 105-107.

caratterizzato da incertezza e volatilità. Diversificazione, decorrelazione e flessibilità sono i preziosi ingredienti che permettono di contenere il livello di volatilità del proprio investimento.¹⁵⁸

Per quanto concerne il modello distributivo multimanager, esso contribuisce a migliorare la relazione con la clientela, visto che possono essere offerti prodotti molto specializzati e migliori performance nel tempo e perché si elimina il conflitto di interessi che anima l'offerta delle banche italiane, distributrici solitamente di fondi di società del gruppo di appartenenza.¹⁵⁹

Il multimanagement è strategicamente funzionale al raggiungimento di più obiettivi: coniuga le esigenze della clientela, la volontà del legislatore che tende a focalizzarsi maggiormente sulla protezione del risparmiatore e la necessità di consolidamento degli operatori, cercando di non impattare negativamente sulla redditività.¹⁶⁰

Da tener presente che l'orientamento a suddetta strategia è provocato sia da pressioni provenienti dalla domanda, in quanto la clientela sta divenendo sempre più attenta alle alternative presenti sul mercato, sia dal lato dell'offerta per la necessità di ristrutturazione e riorganizzazione del settore.

Seguendo l'approccio multimanager, i fondi vengono gestiti attivamente da più soggetti specialisti di diverse società di fondi, che con le loro competenze, abilità e conoscenze incrementano le opportunità di diversificazione e di efficienza nella gestione del fondo stesso. In tale logica, è di cruciale importanza per la buona riuscita della strategia che la banca distributrice disponga di un team di professionisti dediti alla selezione delle società da inserire nei comparti multimanager, delle tipologie di fondi, degli stili di gestione e della qualità dei manager che si andranno a confrontare direttamente col cliente finale.¹⁶¹

Profilo fondamentale è evitare di caricare con eccessivi costi, connessi con esigenze di bilancio a breve, strumenti che presentano caratteristiche interessanti e che potrebbero essere utili per rigenerare quella fiducia di cui sopra si è parlato. Effettivamente, con le "multi" opportunità offerte da tale strategia, che incentiva la concorrenza sul mercato, si combinano i "multi" costi che il cliente deve sostenere. Si tratta sia dei costi applicati dall'intermediario sia dalla spese messe dai fondi nei quali la gestione o il fondo originario vanno ad investire. Evidentemente, risulta complesso rintracciare a priori le commissioni della gestione multimanager: non si può prevedere in quali fondi il gestore andrà ad investire, essendo i costi diversi a seconda degli strumenti scelti, e neanche il numero di volte in cui deciderà di entrare o uscire da un fondo e, dunque, i connessi costi di sottoscrizione o rimborso.¹⁶²

Per quanto riguarda la strategia multi-assets, il fatto che durante le crisi finanziarie i portafogli abbiano registrato perdite rilevanti, anche se composti da investimenti ritenuti generalmente molto affidabili, come ad esempio Titoli di Stato, ha reso indispensabile orientare la pianificazione finanziaria sulla flessibilità e sulla diversificazione. La prima serve per eliminare i rischi connessi con la concentrazione, dando la possibilità di poter raggiungere

¹⁵⁸ Cfr. DI PATRIZI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014, cit., pp. 16-17.

¹⁵⁹ Cfr. COLOMBO, op. ult. cit., cit., p. 48.

¹⁶⁰ Cfr. COLOMBO, *Risparmio gestito: nelle banche si fa largo il multimanager*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 4, 2007, p. 43.

¹⁶¹ Cfr. COLOMBO, *In Europa il multimanager si allarga al retail*, pp. 49-56.

¹⁶² Cfr. COLOMBO, *Risparmio gestito: la crescita del risparmio in Europa*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 7/8, 2007, cit., p. 47 e p. 51.

varie asset class. La seconda, invece, deve riguardare *i titoli selezionati all'interno del portafoglio: il gestore deve potersi muovere su molti titoli in base alle proprie singole valutazioni*. Una risposta molto valida a queste esigenze è sicuramente fornita dai *fondi bilanciati flessibili*.¹⁶³

Solo scegliendo un portafoglio multi-asset, *gestito in modo attivo e flessibile e con uno orizzonte di lungo periodo*, è possibile ottenere *rendimenti di tipo azionario ma con volatilità ridotta*.¹⁶⁴

La strada del multimanager non è però fatta solo di piattaforme, ma anche di strumenti. Con riferimento alla clientela particolarmente sensibile ai costi dell'intermediazione finanziaria, *l'adozione degli Etf- Exchange traded funds- rappresenta una valida alternativa che si può collocare in qualche modo nell'offerta multimanager, sia in sé sia con riferimento agli emittenti*. Gli Etf, infatti, presentano costi di gestione molto bassi che, anche nel caso di strumenti che replicano indici azionari, si attestano al massimo a pochi decimi di punto.¹⁶⁵

Tali strumenti del risparmio gestito riassumono in sé le caratteristiche proprie dei titoli azionari e dei fondi comuni d'investimento: come i fondi comuni, gli Etf sono *quote rappresentative di un portafoglio di attività finanziarie* ma, a differenza dei fondi comuni, hanno come obiettivo d'investimento quello di replicare un indice di mercato (benchmark): *la società di gestione non procede alla selezione dei titoli in portafoglio, la cui composizione non varia attivamente nel tempo, se non nella misura in cui varia la composizione dell'indice replicato*. Gli Etf sono dunque *fondi d'investimento a gestione passiva*, in virtù della quale è possibile ottenere lo stesso rendimento del benchmark di riferimento, negoziati in Borsa valori come se fossero azioni. La loro natura "ibrida" consente agli investitori di sfruttare contemporaneamente i vantaggi derivanti dai fondi comuni e dalle azioni: ossia la *diversificazione*, legata alla circostanza che è possibile prendere posizione su un intero indice di mercato, e la *trasparenza informativa sulla negoziazione in tempo reale*. Il successo degli Etf è dovuto sia alla loro semplicità, poiché permettono di prendere immediatamente posizione sul mercato di riferimento con una sola operazione d'acquisto, sia all'innovativo meccanismo di funzionamento che li caratterizza, ossia il "creation/redemption in kind", che consente a coloro che sono autorizzati di creare e rimborsare le quote scambiando gli Etf con tutti i titoli componenti l'indice di riferimento. Dunque, il prezzo in Borsa risulta costantemente allineato al valore ufficiale dell'Etf, ossia al Net Value asset (NAV).

Questi strumenti del risparmio gestito si differenziano anche dai fondi comuni aperti poiché *riducono le formalità burocratiche e i tempi di sottoscrizione/rimborso, visto che sono trattati in una Borsa valori, e possono presentare profili commissionali più convenienti rispetto ai fondi comuni tradizionali*. Da ultimo, gli Etf offrono anche un vantaggio nella liquidabilità, essendo le loro quote sempre negoziabili.¹⁶⁶

¹⁶³ Cfr. ALFIERI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014, cit., p. 17.

¹⁶⁴ Cfr. PAPINI, *Guardare al lungo periodo con il multi-asset*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013, cit., p. 17.

¹⁶⁵ Cfr. COLOMBO, *In Europa il multimanager si allarga al retail*, cit., p. 55.

¹⁶⁶ Cfr. ASSOGESTIONI, *Exchange Traded Funds (ETF)*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,395,0,49,html/exchange-traded-funds-etf> e altresì cfr. BORSA ITALIANA, *Cos'è un ETF*, in <http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>; inoltre, per quanto riguarda gli Etf cfr. HEHN, *Exchange Traded Funds. Structure, Regulation and Application of a New*

Per la rilevanza assunta da siffatti prodotti, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha pubblicato, il 18 dicembre del 2012, un documento contenente delle linee guida riguardanti gli Etf e altri fondi armonizzati, con cui pone fine al progetto portato avanti, a partire dal 2011, e volto al raggiungimento di due obiettivi primari: il *rafforzamento della tutela degli investitori e l'uniformità a livello comunitario di alcune pratiche di regolamentazione dei fondi armonizzati*. Le linee guida riguardano essenzialmente tre macro-argomenti: la trasparenza, il sistema di risk management e l'oggetto d'investimento.

La Consob ha recepito i provvedimenti dell'ESMA con la Comunicazione n. 13015352 del 22 febbraio 2013, che ha modificato il Regolamento Emittenti, definendo le informazioni da indicare agli investitori all'interno del prospetto, non già presenti a livello nazionale.

La Banca d'Italia, invece, ai fini dell'armonizzazione della normativa nazionale e comunitaria, ha pubblicato il Regolamento 8 maggio 2013,¹⁶⁷ modificativo del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio 8 maggio 2012, aggiornando i requisiti prudenziali in tema di contenimento e frazionamento del rischio.¹⁶⁸

*Dobbiamo garantire che il risparmiatore finale abbia a disposizione lo strumento giusto, per questo è necessario avere un mercato comunitario dotato di controlli e regole uniformi. Restore trust and confidence in securities market is essential.*¹⁶⁹

Per concludere, è evidente che occorre rigenerare fiducia, rendere più solida l'identità del settore e incrementare la visibilità dell'industria. Per ottenere ciò si deve necessariamente passare per il rafforzamento dell'educazione finanziaria. *Quella del risparmio gestito è l'industria più trasparente nel mondo finanziario e questo punto di forza deve essere una leva nel rapporto col pubblico, per aumentare la fiducia nel settore del gestito che in trent'anni ha creato valore per il Paese e i risparmiatori.*¹⁷⁰

1.5 Linee di intervento per un nuovo impulso nell'ambito del risparmio gestito

Il 2013 è stato un *anno record* per il risparmio gestito: si sono registrati, infatti, 62,6 miliardi di raccolta netta.¹⁷¹

Le analisi compiute hanno consentito di affermare che, probabilmente, l'eccezionale trend positivo, verificatosi dopo un lungo periodo di difficoltà, sia stato, in parte, dovuto all'azione svolta dalla BCE, finalizzata a contrastare le ripercussioni negative provocate dalla *crisi del*

Fund Class, Springer, Berlin-Heidelberg, 2005; LODDI, BIANCHI e MIELE, *Gli Exchange Traded Funds in Italia*, in *Bancaria*, v. 67, f. 1, 2011, pp. 90-102.

¹⁶⁷ Per quanto concerne il *Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2013 "Modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dell'8 Maggio 2012"*, si veda http://www.bancaditalia.it/vigilanza/pubblicazioni/bollvig/2013/05_13/provv_cg/bi_cg/20130508_II7.pdf.

¹⁶⁸ Cfr. ANZALDI, *Il recepimento delle linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2013, pp. 51-55.

¹⁶⁹ Cfr. MAIJOOR, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹⁷⁰ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

¹⁷¹ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

*debito sovrano nell'eurosistema. Sugli effetti generati dagli interventi effettuati dalla Banca Centrale Europea si è innestato il forte interesse mostrato dai risparmiatori per i fondi a scadenza e più in generale per i prodotti che riconoscono la cedola periodica.*¹⁷²

Ciò posto, sorge naturale una domanda: cosa bisogna aspettarsi dal 2014?

Sicuramente si tratta di un anno sfidante, durante il quale si metteranno alla prova i risultati straordinari ottenuti nel 2013. Si ipotizza che il 2014 mostrerà una crescita addirittura più sostenuta rispetto al 2013 ed una *liquidità relativamente abbondante*,¹⁷³ confermando la *preferenza per le attività rischiose, ed in particolare i mercati azionari, ma con una forte attenzione al controllo del rischio.*¹⁷⁴

In delineato contesto, caratterizzato da una rapida evoluzione e sempre più armonizzato a livello europeo, sembra che il risparmio gestito italiano abbia oggi, dunque, l'occasione di riaffermare il proprio ruolo strategico e la propria valenza sistemica per lo sviluppo dell'economia nazionale e l'evoluzione dei servizi finanziari.

Tuttavia, le moderne linee di tendenza del settore presentano ancora un'evidente dipendenza tra i prodotti del gestito e i canali distributivi. Ciò sostanzialmente per due ragioni: *la predominanza della distribuzione per il tramite del canale bancario e la presenza di numerose SGR appartenenti a gruppi bancari.*¹⁷⁵

Pertanto, deve ritenersi pienamente coerente e necessario per l'evoluzione del settore incrementare l'utilizzo del canale distributivo diretto: *le società che si affidano al collocamento tradizionale bancario rischiano un brutto futuro.*¹⁷⁶

*È urgente per i gestori italiani che ancora collocano il grosso dei propri prodotti tramite il canale bancario captive differenziare le proprie politiche commerciali.*¹⁷⁷

Da qui l'esigenza di imprimere un nuovo impulso al risparmio gestito attraverso *la revisione del modello distributivo bancario: da un modello "chiuso", basato su accordi di collocamento tra produttore e distributore, si dovrebbe passare ad un modello "aperto", che prevede il ricorso a piattaforme di negoziazione direttamente da parte della clientela.*¹⁷⁸

La presenza dominante di operatori di natura bancaria e l'elevata propensione all'utilizzo del canale bancario ha rafforzato l'influenza esercitata dalle *politiche distributive dei collocatori*; il mercato è caratterizzato da *un profilo a forte prevalenza di schemi bundling, con un'elevata correlazione tra banca di riferimento per i rapporti bancari (ad esempio il conto corrente) e banca alla quale viene affidata la gestione del risparmio.* In tale ordine logico si comprende come si sia affermato il *modello di integrazione verticale*, in cui il ruolo svolto dalla produzione risulta sempre posto in secondo piano rispetto a quello della distribuzione.

¹⁷² Cfr. ROTA, *L'anno record dell'industria*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014, cit., p. 12; inoltre, cfr. ROTA, *Il mercato del risparmio gestito nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2013, pp. 17-21.

¹⁷³ Cfr. BEFFY, *Tutte le sfide del 2014*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013, cit., p. 14.

¹⁷⁴ Cfr. LOMBARDO, *Economie mondiali: cambiare per crescere*, in *Investire in Fondi*, anno 12, Febbraio 2014, cit., p. 3.

¹⁷⁵ Cfr. KPMG Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, cit., p. 28.

¹⁷⁶ Cfr. GRECO, *Greco sull'industria del risparmio*, in *Il Sole 24 Ore-Video Finanza e Mercati*, cit.

¹⁷⁷ Cfr. ROTA, *Risparmio gestito "sotto la lente": analisi dei flussi di raccolta del 2011*, in *Newsletter del Salone del risparmio*, 7 Febbraio 2012, cit., p. 1.

¹⁷⁸ Cfr. KPMG Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, cit., p. 31.

Benché l'adozione di tale modello abbia dato luogo ad un forte impulso e sviluppo del settore, ad oggi le dinamiche di mercato hanno messo in luce tutte le sue criticità, in ordine alla scarsa competizione, ai potenziali conflitti di interesse e ai costi elevati da corrispondere ai distributori, *senza un'effettiva correlazione con il valore del servizio prestato*.¹⁷⁹

Da qui l'avvertita esigenza di un ripensamento del modello distributivo e la necessità di incentivare *un'apertura crescente del sistema sia nel senso di apertura delle piattaforme distributive con un peso decrescente delle banche nel collocamento dei fondi, che nel senso di una crescente penetrazione dei prodotti esteri*.¹⁸⁰

È evidente come, in presenza di un modello chiuso, possano presentarsi dei forti limiti legati alla dipendenza dai collocatori e, essendo questi ultimi principalmente banche, ai possibili conflitti di interesse tra collocatori e produttori. In tale prospettiva vanno poi considerati gli ostacoli che lo stretto legame tra società di gestione e banche può arrecare alla propensione al risparmio: *occorre che le prime si separino dalle seconde, anche se così facendo dovranno rinunciare alla possibilità di usufruire della rete di vendita delle banche stesse*.¹⁸¹

Non v'è dubbio che, a livello sostanziale, l'indipendenza del collocatore rileva anche ai fini della rigenerazione di quella fiducia da parte della clientela di cui si è tanto parlato nel paragrafo precedente. Di fronte alla delineata realtà, occorre implementare servizi di consulenza¹⁸² ad hoc, ossia *servizi di advisory fee based*, distinti (*advisory fee only*) o meno rispetto alle reti distributive, per la cui affermazione è richiesta una solida cultura finanziaria degli investitori. *L'introduzione di questi servizi inciderà prevalentemente sulle politiche commerciali, ma anche sull'aumento della concorrenza tra SGR e tra prodotti*.¹⁸³

Con riguardo specifico alla consulenza finanziaria¹⁸⁴, va ricordato che *il consulente indipendente non ha i conflitti di interesse potenzialmente generati da una remunerazione*

¹⁷⁹ Cfr. CICIONI e TIRLONI, *Competizione tra operatori o competizione tra modelli: l'evoluzione dei sistemi distributivi*, in *kpmg.com/it*, cit., pp. 44-45.

¹⁸⁰ Cfr. SINISCALCO, *Intervento all'Assemblea annuale di Assogestioni*, Milano, 4 Aprile 2012.

¹⁸¹ Cfr. BOERI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

¹⁸² Per la definizione dell'attività di consulenza di veda l'art. 1, comma 5-septies del Tuf, introdotto in seguito al recepimento dell'art. 4, par. 1, punto 4 della Direttiva 2004/39/Ce (MIFID): *"Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazioni di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario(...)"*; per quanto riguarda l'attività di consulenza cfr. GRIGI, *Fattispecie oggettiva e profili soggettivi della consulenza in materia di investimenti*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Fondazione Gerardo Capriglione Onlus, Roma, Supplemento al n. 4, 2011, p. 3 ss.; PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, p. 668 ss.; cfr. PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, Cedam, Padova, 2010, p. 347 ss.

¹⁸³ Cfr. KPGM Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, cit., p. 36.

¹⁸⁴ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, pp. 668-673; si veda, altresì, SCIARRONE, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010, p. 597 ss.; DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banc. e merc. Fin.*, 2008, I, p. 396; AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, p. 429 ss.

*legata alla vendita di un prodotto finanziario. Egli non “tocca i soldi” del cliente ma fornisce a quest’ultimo raccomandazioni e linee guida che può eseguire direttamente.*¹⁸⁵

Il delineato orientamento e lo sviluppo della consulenza indipendente, tuttavia, in Italia non sembra finora aver affondato delle radici solide. Molti sono i temi ancora non affrontati e disciplinati e, tra questi, rileva la mancanza della predisposizione di un Albo professionale. In tale prospettiva, è stata discussa dal Ministro dell’Economia e dalla Consob la possibilità di *accorpate in un unico Organismo i registri dei consulenti indipendenti e dei promotori finanziari*, senza che ciò crei confusione ai risparmiatori e facendo in modo che entrambe le figure mantengano la propria peculiarità, divergente ma non in conflitto. Infatti, mentre il promotore può offrire sia il servizio di consulenza che quello di collocamento, il consulente *fee only* può prestare solo il primo.¹⁸⁶

In tale contesto logico si colloca la volontà del legislatore europeo di revisionare la Direttiva Mifid, dando vita alla cosiddetta Mifid 2. Il 20 ottobre 2011, la Commissione europea ha pubblicato le proposte di revisione della Mifid, costituite da una proposta di direttiva destinata a sostituire la direttiva 2004/39/CE e da una proposta di regolamento in tema di mercati finanziari, finalizzate ad *incrementare l’efficienza e la trasparenza del mercato* e, quindi, a *rafforzare la tutela degli investitori*. Particolare rilevanza è assegnata dalla Direttiva al tema della consulenza finanziaria. Sono previsti, innanzitutto, due obblighi per gli intermediari che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti: in primis, essi devono comunicare al cliente se il servizio svolto è su base indipendente, se si fonda su un’analisi del mercato ampia o ristretta e se è previsto lo svolgimento di una valutazione di adeguatezza in via continuativa da parte degli intermediari sugli strumenti finanziari raccomandati ai clienti. In secundis, l’obbligo di fornire al cliente una *rendicontazione periodica sulle modalità attraverso le quali la consulenza prestata risponde alle caratteristiche personali del cliente*.

La normativa che ci occupa individua, inoltre, l’ambito entro cui l’attività di consulenza può essere qualificata come “indipendente”, in ordine *all’ampiezza dell’oggetto del servizio e al divieto per l’intermediario consulente di ricevere incentivi monetari da parte di soggetti terzi*.

¹⁸⁷

Dato il contesto disciplinare del nostro Paese, caratterizzato principalmente da una consulenza *restricted advice*, ossia svolta da banche e promotori finanziari, il cui ruolo è *esclusivamente* quello dei collocatori, l’affermazione di una consulenza *independent advice*, vale a dire *non complementare alla vendita*, ha un forte rilievo e permette di delineare una nuova figura, quella del consulente indipendente appunto, che si differenzia sia dal promotore finanziario che dal consulente bancario. Il consulente è *l’avvocato finanziario del cliente*; egli, da libero professionista, fiancheggia e assiste il cliente di fronte all’intermediario, mettendo a disposizione la propria competenza, remunerata esclusivamente dal cliente stesso. Inoltre, anche *il servizio erogato* deve essere indipendente: l’attività di consulenza, per essere

¹⁸⁵ Cfr. ARMELLINI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013, cit., p. 21.

¹⁸⁶ Al riguardo cfr. BUFI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013, cit., p. 20.

¹⁸⁷ Per quanto riguarda le previsioni della MIFID 2, cfr. D’APICE, *Revisione della Mifid: quale servizio potrà essere definito “indipendente” per legge?*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, 20 Dicembre 2011, cit., pp. 8-9.

qualificata come “indipendente”, non potrà essere collegata al collocamento di prodotti dell’intermediario.¹⁸⁸

Intervenendo sulla definizione di “consulenza indipendente”, la Mifid 2 ne fornisce una notevole chiarificazione, in quanto pone l’accento sulla differenza tra consulenza *independent* e *restricted*; gli intermediari dovrebbero fornire ai clienti tutti gli strumenti e le informazioni necessarie per analizzare la qualità della consulenza, che essi stessi dovranno pagare, e, dunque, per rafforzare la loro tutela.¹⁸⁹ Le previsioni dettate dalla proposta di revisione Mifid 2 racchiudono una serie di regole già contenute in parte nella Comunicazione della Consob del 2009 sui prodotti illiquidi.¹⁹⁰ L’Italia è perciò pronta a tali cambiamenti: il Paese è già abituato, non siamo davanti ad una novità ma solo all’innalzamento di quelle regole già introdotte nel 2009.

Ciò posto, si comprende che *per le società operanti nel settore della consulenza indipendente non cambierà assolutamente nulla. I principi presenti in Mifid sono già consolidati nel mercato italiano e hanno contribuito a dare dignità e contenuti al servizio di consulenza. Più che altro, la revisione della direttiva Mifid potrà servire, se mai fosse necessario, a rafforzare la conoscenza dei costi nel caso di abbinamento della consulenza a servizi di collocamento, ove si riscontrano ancora casi, sporadici a dire il vero, di raddoppio di oneri a carico della clientela.*¹⁹¹

Passando all’identificazione dell’ambito applicativo, il modello “aperto” assistito, ossia un modello aperto a cui si uniscono *servizi di advisory non commission based in forma congiunta o disgiunta*, è il più funzionale per un rilancio dell’industria del risparmio gestito, in quanto permette di beneficiare di una serie di fattori positivi come *la maggiore concorrenza e indipendenza distributiva, la riconoscibilità dei servizi di advisory come valore aggiunto rispetto all’attività di negoziazione e la possibilità per la clientela più evoluta di utilizzare liberamente canali diretti.*¹⁹²

Da quanto precede risulta chiaro come il settore del risparmio gestito ricopra una posizione cruciale nel sistema finanziario del nostro Paese anche per ragioni strettamente produttive, essendo uno dei settori dell’economia italiana che impiega *risorse umane con elevata qualificazione e infrastrutture di servizio con buon contenuto tecnologico e ad alto valore aggiunto.*¹⁹³

È bene evidenziare che le crisi degli ultimi anni hanno messo in luce i principali problemi caratterizzanti il sistema finanziario del Paese: dalla forte *dipendenza dalle banche*, alla *manca di mercati azionari e obbligazionari sviluppati*, all’*incapacità di fornire al sistema*

¹⁸⁸ Cfr. NOERA, *Dieci anni: un grande traguardo. La definizione normativa disegna una figura diversa dalle attuali*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, anno IV, cit., pp. 6-7; cfr. NOERA, *Consulenza e promozione: cos’è veramente scritto nella normativa*, in www.nafop.org, Settembre 2009, pp. 2-6.

¹⁸⁹ Cfr. NOERA, *Dieci anni: un grande traguardo. La definizione normativa disegna una figura diversa dalle attuali*, p. 7.

¹⁹⁰ Per la Comunicazione della Consob n. 9019104 del 2 Marzo 2009, si veda <http://www.consob.it/main/documenti/comunicatistampa/cs-2009.html#20090302>.

¹⁹¹ Cfr. FERRARI, *L’Europa del gestito tra AIFMD e MIFID II*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013, cit., pp. 12-13; sul punto concorda altresì TOSATO, *In attesa della Mifid*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013, p. 13.

¹⁹² Cfr. KPGM Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, cit., p. 32.

¹⁹³ Cfr. MESSORI, *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*, cit., p.4.

produttivo, lato sensu inteso, risorse alternative al credito. Queste criticità, durante le fasi di recessione, esprimono tutta la loro gravità che si palesa in una serie di conseguenze negative per la crescita generale dell'economia, quali l'aumento dell'onerosità dei finanziamenti alle imprese, maggiori rischi per le banche e la compromissione della stabilità finanziaria.¹⁹⁴ Al riguardo, va fatto presente che particolarmente critica appare la posizione delle piccole medie imprese, in quanto la struttura del sistema finanziario rende complicato per le stesse *sostituire i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento* per far fronte alla *restrizione del credito*.¹⁹⁵ Infatti, *nelle fasi negative del ciclo* un numero maggiore di imprese entra in difficoltà e non è in grado di rimborsare i prestiti, generando *ripercussioni negative sui bilanci delle banche*. L'innalzamento dei rischi porta le banche a implementare *politiche di offerte più prudenti*. Va da sé che *la rarefazione del credito accresce le difficoltà delle imprese stesse*.¹⁹⁶

Da qui, l'esigenza di porre dei rimedi a tali circostanze, al fine di garantire un costante equilibrio finanziario.

In proposito, Consob e Assogestioni, insieme ad altre associazioni ed operatori dei mercati finanziari, nel marzo 2013, nell'ambito di un progetto denominato "PiùBorsa", hanno sottoscritto un *memorandum d'intesa per l'attuazione di un programma di interventi volto a favorire l'accesso delle medie imprese nazionali al mercato del capitale di rischio, tramite l'ammissione delle relative azioni alla quotazione e l'intervento di fondi dedicati*.¹⁹⁷

Il memorandum si articola in varie attività, tra cui rileva *la strutturazione di un mercato per le PMI e i servizi connessi alla permanenza alle negoziazioni e lo sviluppo dell'asset management dedicato alle PMI*, con la definizione di un *Fondo di fondi* volto a favorire la raccolta di risorse presso gli investitori istituzionali e la successiva canalizzazione in strumenti specializzati in investimenti a favore delle PMI stesse.¹⁹⁸

La ricerca di condizioni che assicurino la circostanza per cui l'industria del risparmio gestito contribuisca a finanziare lo sviluppo economico è confermata anche dall'emanazione nel 2012 dei Decreti Legge volti a *stimolare la crescita del Paese attraverso la modifica del regime civilistico e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie e favorendo la loro emissione da parte delle imprese domestiche di piccole e medie dimensioni e di conseguenza ampliandone la gamma di strumenti cartolari di raccolta di capitale di debito*: stiamo parlando del "Decreto Crescita" e "Decreto Crescita bis".¹⁹⁹

L'industria del risparmio gestito attraverso il suo patrimonio potrà contribuire alla creazione di un *circolo virtuoso tra risparmio, investimento e sviluppo del nostro Paese*: il 2014 potrebbe essere l'anno dello sviluppo del *finanziamento extra-bancario* alle piccole medie

¹⁹⁴ Cfr. PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, in *Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta*, Milano, 27 Gennaio 2014, cit., pp. 5-6.

¹⁹⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle PMI*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,146,9634,49,html/l-industria-del-risparmio-gestito-e-il-finanziamento-delle-pmi>, Position Paper, Giugno 2013, cit., p. 2.

¹⁹⁶ Cfr. ROTA, *La destinazione del patrimonio dei prodotti del Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,146,0,49,html/position-paper>, Milano, 5 Dicembre 2013, cit., p. 7.

¹⁹⁷ Al riguardo si veda CONSOB, *Memorandum d'Intesa, Tavolo di lavoro congiunto Consob- Assogestioni e altre associazioni del mercato finanziario*, Milano, 25 Marzo 2013.

¹⁹⁸ Cfr. CONSOB, *Memorandum d'Intesa*, cit., p. 7 e p. 9.

¹⁹⁹ Cfr. ROTA, op. ult. cit., cit., p. 11; al riguardo, si veda altresì ASSOGESTIONI, *L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle PMI*, cit., p. 2.

imprese, attraverso l'implementazione di strumenti destinati ad investire in minibond²⁰⁰ emessi dalle PMI, che potranno ottenere denaro a condizioni più vantaggiose. Dal lato loro, ovviamente, le imprese sono chiamate a proporre dei progetti di crescita sostenibili e credibili.²⁰¹

In tale direzione, si è mossa anche la Commissione europea che ha diffuso, in consultazione, il Libro Verde (Green Paper), denominato *"Long Term Financing of the European Economy"*, alla cui consultazione ha partecipato anche Assogestioni, essendo tale associazione molto interessata al ruolo che i fondi comuni di investimento possono ricoprire nell'ambito del supporto dell'economia reale. Il Green Paper nasce con l'intento di *elaborare un set di standard qualitativi per gli investimenti a lungo termine ed esplorare nuove opportunità riguardo a possibili strumenti o architetture finanziarie che permettano di migliorare la disponibilità di finanziamenti a lungo termine.*

Tale documento dovrebbe essere inserito all'interno di quel contesto nazionale e comunitario volto a realizzare tutte quelle iniziative focalizzate sul rilancio delle PMI, le quali devono impegnarsi nella ricerca di nuovi canali di finanziamento rispetto a quelli bancari.²⁰²

Per promuovere una pratica di lungo periodo del risparmio gestito, *l'industria deve cogliere tre opportunità storiche: i piani individuali di risparmio (PIR), gli Eltifs (European long term investment funds) e la previdenza complementare.*²⁰³ Di quest'ultimo punto si parlerà approfonditamente nel prossimo paragrafo.

Per quanto concerne i PIR, questi vengono istituiti con la finalità di aiutare le persone a risparmiare meglio e in un'ottica previdenziale di lungo periodo grazie all'inserimento di una serie di agevolazioni fiscali.²⁰⁴

Il Green Paper della Commissione sopra citato interviene in tale proposito, suggerendo ai Paesi europei una strada che conduca all'introduzione di un meccanismo fiscale di incentivazione all'investimento a lungo termine.

Ciò, *al pari di quanto già previsto in altri ordinamenti, quali la Francia (Plans d'Epargne en Actions) e il Regno Unito (Individual Savings Accounts), avrebbe senz'altro l'effetto di incrementare un risparmio più consapevole e stabile anche in Italia.*²⁰⁵

Con riguardo alla seconda opportunità, anche gli Eltif, volti ad agevolare le imprese a rintracciare canali di finanziamento nuovi, sono trattati nel Green Paper della Commissione, con riferimento all'iniziativa tesa a *creare un Oicr armonizzato alternativo chiuso che investe prevalentemente in attività a lungo termine illiquide, specificatamente individuate, e che può essere offerto anche ad investitori retail.* Tale previsione rientra nell'ambito normativo della

²⁰⁰ Al riguardo, cfr. FIRPO e LANDI, *Minibond: novità per stimolare la crescita delle Pmi*, Intervento al Convegno realizzato da Confindustria Modena, in collaborazione con Unindustria Bologna e Unindustria Reggio Emilia, 29 Gennaio 2014; si veda, altresì, CONFINDUSTRIA, *Minibond, Confindustria: "Potenziare fondo di garanzia per le Pmi"*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 Marzo 2014; BENCINI e TABELLINI, *L'alternativa dei mini bond*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Marzo 2014; CURZIO, *Per ripartire investimenti e velocità nelle riforme*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 Aprile 2014; cfr. PAGNI, *I minibond: sostegno alle PMI e opportunità di investimento*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop *"Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali"* del 30 Ottobre 2013, Roma.

²⁰¹ Cfr. RONCHETTI, *Nel 2014 liquidità "privata" per le PMI*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 Gennaio 2014, cit., p. 17.

²⁰² Cfr. ASSOGESTIONI, *Green Paper, un'occasione per rilanciare le PMI*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,9703,49,html/green-paper-un-occasione-per-rilanciare-i-pir-e-le-pmi>, 19 luglio 2013.

²⁰³ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

²⁰⁴ Cfr. D'ARCA, *Adesso via libera ai PIR*, in *Advisor*, Luglio 2013, p. 23.

²⁰⁵ Cfr. SINISCALCO, Intervento all'Audizione presso la 6^a Commissione del Senato della Repubblica, cit.

Direttiva AIFM, ossia la Direttiva in materia di gestori dei fondi di investimento alternativi: infatti, gli *Eltifs* investono principalmente in categorie di asset rientranti nel genus degli “investimenti alternativi” di lungo termine.²⁰⁶

Per cogliere concretamente le opportunità storiche sopra elencate, *dovremo rispettare due condizioni*: è necessario *impegnarci a livello europeo*, incrementando i rapporti con i regolatori comunitari, ed accrescere *l'educazione finanziaria*²⁰⁷ e la comunicazione, per rilanciare la fiducia verso il risparmio gestito, uno dei settori *più trasparenti* del mercato finanziario, e per *disegnare un'industria che serva agli investitori non per una stagione ma per tutta la vita*.²⁰⁸

²⁰⁶ Cfr. ASSOGESTIONI, *Eltifs, nascono i fondi europei a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 1, Ottobre 2013, cit., p. 22.

²⁰⁷ Cfr. CHIONSINI e TRIFILIDIS, *Educazione finanziaria: l'utilità di una strategia unitaria*, in *Banche e Banchieri*, n. 5, 2010, pp. 360-374; PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, cit., pp. 187-220; Al riguardo, si veda altresì CONSOB, *Progetto “Carta degli Investitori”*, cit.

²⁰⁸ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

CAPITOLO 2

I GESTORI DEL RISPARMIO

SEZIONE I: I gestori collettivi del risparmio

2.1 Le società di gestione del risparmio (SGR)

Nei paragrafi precedenti si è fatto un excursus sulla nascita e sull'affermazione del risparmio gestito nel contesto socio-economico del Paese. L'analisi compiuta ha messo in evidenza come, a partire dagli anni Settanta, gli italiani iniziassero a maturare la consapevolezza di dover superare la condizione di monopolio bancario nella gestione del risparmio caratterizzante la nazione.²⁰⁹

La centralità che gradualmente ha assunto il risparmio gestito nel mondo finanziario ha avuto come conseguenza una profonda risistemazione della disciplina in materia.²¹⁰

In tale contesto ordinatorio deve inserirsi la normativa primaria prevista dal Testo Unico della Finanza (d.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58) che riordina la materia di gestione collettiva, contenuta fino a quel momento in una pluralità di leggi. Vengono in considerazione la definizione di "gestione collettiva del risparmio"²¹¹ e l'articolo 33 che indica i soggetti a cui è riservata la "prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio", ossia le SGR e le SICAV.²¹²

In prospettiva, occorre sottolineare che nel nostro sistema normativo una posizione particolare è assunta dalla Sgr armonizzata: una "società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio".²¹³ Con il recepimento della Direttiva UCITS III, come specifica l'articolo 33, comma 1, lett. b) del Tuf, è stata riservata anche a tali società la prestazione del servizio di gestione collettiva ma limitatamente all'attività di "gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili".²¹⁴ Tuttavia, queste società possono *stabilire succursali in Italia ovvero operare in*

²⁰⁹ Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, p. 674; al riguardo cfr. CIOCCA, *Lo sviluppo economico italiano*, Laterza, Bari, 1973, *passim*.

²¹⁰ Cfr. MONACI, *Le società di gestione del risparmio (Sgr)*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000, p. 69.

²¹¹ Si veda al riguardo la *Parte 1, Disposizioni comuni, art. 1(Definizioni), comma 1, lett. n) del TUF*.

²¹² Cfr. CLEMENTE, *Le società di gestione del risparmio (S.G.R.) alla luce del nuovo Testo Unico: il gestore unico nei gruppi bancari, assicurativi e finanziari*, in *Atti del Convegno Paradigma, Febbraio 1998*; LENER-GALANTE, *D.LGS. 58/98. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Le Società*, n. 5, 1998; RECINE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita e Napoleoni, Giuffrè, Milano, 1998.

²¹³ Si rimanda in tal proposito alla *Parte 1, Disposizioni comuni, art. 1(Definizioni), comma 1, lett. o-bis) del TUF*.

²¹⁴ Si veda *Parte 1, Disposizioni comuni, art. 1(Definizioni), comma 1, lett. n), n. 2) del TUF*.

regime di libera prestazione di servizi, come previsto dall'art. 41-bis del Tuf.²¹⁵ Saranno gli Stati membri di origine a determinare la struttura organizzativa delle Sgr armonizzate, in ossequio a quanto previsto dalla Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV).²¹⁶

La riserva d'attività prevista dall'articolo 33 del t.u.f. è da intendere *in senso tecnico* e la sua *violazione risulta sanzionata penalmente per il profilo dell'abusivismo d'attività* (cfr. art. 166 t.u.) *ed amministrativamente per l'abuso di denominazione* (cfr. art. 188 t.u.).²¹⁷

Ciò posto, è bene concentrarsi sulle società di gestione del risparmio: “società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio”.²¹⁸

Per comprendere il ruolo svolto dalle Sgr occorre partire dall'articolata definizione del servizio di gestione collettiva introdotta dal Tuf. Questa è suddivisibile in due distinte attività: quella di promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e di amministrazione dei rapporti con i partecipanti e quella di gestione del patrimonio di Oicr,²¹⁹ di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.

Queste due distinte attività possono essere esercitate da un unico soggetto, la SGR, o da due distinte entità, la società promotrice e la società di gestione,²²⁰ che rispondono *solidalmente*.²²¹ In quest'ultimo caso, la ripartizione dei compiti deve risultare dal Regolamento di ciascun fondo comune d'investimento²²² e tale opzione *non avrebbe senso se le società di gestione del risparmio, nei patti che stipulano per la collaborazione nella prestazione del servizio di gestione collettiva, non potessero definire le prestazioni alle quali si obbligano reciprocamente in maniera diversa rispetto alla descrizione fornita dalla legge (...)*.

L'autonomia di suddetti intermediari nella definizione delle attribuzioni dei propri compiti non può, tuttavia, arrivare *fino al punto di contraddire e di svuotare di significato la distinzione che la legge delinea* tra attività di gestione e promozione: quest'ultima non potrà avere un *potere di controllo talmente intenso sulle scelte di investimento, così esasperato da togliere ogni autonomia e discrezionalità al gestore*. Per vero, se così fosse, non si potrebbe parlare più di gestione collettiva *perché la pretesa articolazione del servizio* si ridurrebbe ad una *mera delega di gestione*.²²³

A ben considerare, è inoltre necessario predisporre un *modello legale* che sia in grado di *contemperare le diverse esigenze di promozione e di gestione, in vista del preminente interesse degli investitori*. Tale mansione è stata affidata alla normativa secondaria e a ciò

²¹⁵ Cfr. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, f. 2, v. 45, 2000, pp. 350-394.

²¹⁶ Cfr. LEMMA, op. ult. cit., cit., p. 677.

²¹⁷ Cfr. SEPE, *Il Risparmio gestito*, cit., p. 71.

²¹⁸ A tal proposito, si rimanda alla Parte 1, *Disposizioni comuni*, art. 1(Definizioni), comma 1, lett. o) del TUF

²¹⁹ Per la definizione di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) si rimanda al Tuf, art. 1, comma 1, lett. m): “*I fondi comuni di investimento e le Sicav*”.

²²⁰ Cfr. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, p. 660.

²²¹ Cfr. D'AMBROSIO, *La gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 2004, cit., p. 135; si veda, inoltre, l'art. 36, comma 5 del Tuf: “*La società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario*”.

²²² Si veda Titolo III, capo II, *Fondi Comuni d'Investimento*, art. 39, comma 1.

²²³ Cfr. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi-Sandulli-Santoro, Torino, Giappichelli, 1999, cit., pp. 31-32.

sono riferiti anche i requisiti organizzativi richiesti per il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva.

Da qui, appare evidente come il legislatore reputi prioritario predisporre un impianto disciplinare costituito da regole che riconducano ad una *disciplina a carattere prudenziale* e ad una *vigilanza permanente*. La prima si configura come funzionale al *consolidamento del sistema concorrenziale*, la seconda è rivolta invece a garantire la stabilità e la solidità delle stesse società, riducendo *gli spazi all'autonomia statutaria*.

Rileva, in questa direzione, la *previsione di una dotazione minima di capitale iniziale per le società che avviano la procedura di autorizzazione* per lo svolgimento dell'analizzata attività. Tale richiesta, annoverata tra i contenuti del Provvedimento del 14 aprile 2005, rappresenta una modalità di intervento volta a garantire l'integrità dei mercati mediante la solidità delle imprese: *si attua, così, una forma di tutela selettiva, funzionale ad una prima verifica dell'affidabilità dell'iniziativa d'impresa*. Bisogna, tuttavia, fare attenzione per evitare che tale previsione possa in qualche modo ingessare il settore, ostacolandone la competitività.²²⁴

Sotto altro profilo, il Testo Unico della Finanza ha introdotto un elemento innovativo, prevedendo la figura del *gestore unico, che è autorizzato alla prestazione "completa" del servizio di gestione collettiva*. Si tratta evidentemente di una novità, in quanto le leggi n. 83/1977 e n. 86/1994 richiedevano *l'esclusività dell'oggetto sociale* e, conseguentemente, l'affermazione di *due forme tipologiche di Sgr*, rispettivamente per fondi mobiliari ed immobiliari.²²⁵

L'introduzione del modello del gestore unico è la testimonianza del fatto che il legislatore ha accolto *l'orientamento che riconosce il carattere unitario della funzione di asset management: le Sgr sono abilitate anche alla gestione su base individuale di portafogli di investimento e, dunque, sottoposte alla normativa dettata per gli intermediari abilitati*.²²⁶

Le società di gestione del risparmio, accanto alla gestione collettiva ed individuale, sono abilitate a svolgere ulteriori attività, come indica l'articolo 33, comma 2: esse possono "prestare il servizio di gestione di portafogli, istituire e gestire fondi pensione, svolgere le attività connesse o strumentali stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, prestare i servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettera a), limitatamente alle quote di Oicr di propria istituzione, prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti, commercializzare quote o azioni di Oicr propri o di terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia".

A ciò aggiungasi che le Sgr hanno la possibilità di svolgere anche la prestazione di servizi collettivi collegati alla sollecitazione delle deleghe di voto e l'offerta fuori sede di strumenti finanziari, limitatamente a quote ed azioni di Oicr.²²⁷

Per vero, la riforma della gestione collettiva del risparmio ha portato ad una rivisitazione del procedimento di autorizzazione della società di gestione, prevedendo una transizione dei poteri abilitativi dal Ministro del Tesoro alla Banca d'Italia, previa acquisizione del parere obbligatorio, ma non vincolante, della Consob. Viene da sé, pertanto, l'innalzamento del potere della Banca d'Italia, in precedenza solo istruttorio: all'Autorità viene affidato il

²²⁴ Cfr. LEMMA, op. ult. cit., cit., pp. 678-679.

²²⁵ Cfr. LEMMA, op. ult. cit., cit., p. 676.

²²⁶ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., cit., p. 661.

²²⁷ Al riguardo, si faccia riferimento all'art. 140 e all'art. 30, comma 3, lett. b) del Tuf.

compito di valutare la presenza dei requisiti richiesti ai fini dell'esercizio dell'attività, secondo canoni di discrezionalità tecnica.²²⁸

*La circostanza che l'autorizzazione investa "l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione individuale" e non "le società di gestione", ha indotto a ritenere che il soggetto autorizzando debba essere già venuto a giuridica esistenza al momento dell'istanza e, quindi, che si sia tecnicamente in presenza di un'autorizzazione per lo svolgimento dell'attività e non per la costituzione del soggetto, con conseguente disapplicazione dell'articolo 2329 comma primo, n.3, del codice civile.*²²⁹

In tale prospettiva, va considerato l'art. 34 del Testo Unico, che indica le condizioni in presenza delle quali l'autorizzazione può essere rilasciata. In particolare, è necessario che "sia adottata la forma di società per azioni" e che "la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica". Ancora: il capitale sociale versato deve essere "di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia", "i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono avere i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità" e i titolari delle partecipazioni solamente quelli di onorabilità. Occorre, inoltre, che venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, "un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa" e che "la denominazione sociale, in funzione di tutela del pubblico"²³⁰, contenga le parole "società di gestione del risparmio". Rileva, infine, "la struttura del gruppo di cui è parte la società", che non deve essere "tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa".

Nel delineato contesto, è intervenuto il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21, che ha modificato l'articolo 15 del t.u.f., secondo il quale "chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente od indirettamente, in una Sim, società di gestione del risparmio, Sicav una partecipazione che comporta il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla società o che attribuisce una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute, deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia".

Per tale via, si evidenzia l'importanza attribuita all'onorabilità dei soci, *presupposto essenziale per un'onesta promozione del fondo ed una corretta gestione del patrimonio* e, in generale, per un corretto svolgimento delle gestioni in monte. Sempre in sede di verifica degli assetti proprietari della Sgr, rileva la struttura degli accordi parasociali, attraverso l'imposizione da parte della disciplina di un ulteriore obbligo di comunicazione nel caso di accordi concernenti l'esercizio del diritto di voto, non vietando il negozio ma prevedendo la possibilità per la Banca d'Italia di sospendere il voto dei partecipanti all'accordo *qualora da questo derivi una concertazione tale da pregiudicare la sana e prudente gestione dell'intermediario*.²³¹

²²⁸ Cfr. RABITTI BEDOGNI, *Commento sub art. 34*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, cit., p. 363.

²²⁹ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 91.

²³⁰ Cfr. CINQUE, *Commento sub art. 34*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, cit., p. 287.

²³¹ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, cit., pp. 72-77.

La Banca d'Italia può negare il rilascio dell'autorizzazione "quando dalla verifica delle condizioni" sopra elencate "non risulta garantita la sana e prudente gestione".²³²

È appena il caso di far presente che né la normativa primaria né quella secondaria hanno definito il quadro all'interno del quale si colloca il requisito della sana e prudente gestione, che non risulta ancorato ad *elementi oggettivi e facilmente riscontrabili*. Detta tendenza ha contribuito alla dilatazione del potere dell'Autorità di vigilanza: *potenzialmente può ingerirsi nelle scelte imprenditoriali delle Sgr, con inevitabili ripercussioni sulla libera concorrenza nel mercato*.²³³

Si delinea una prospettiva nella quale il potere di autorizzazione della Banca d'Italia si estende anche alle operazioni di fusione e di scissione di società di gestione del risparmio, come incide l'articolo 34, comma 4 del Testo Unico. Potere in precedenza spettante al Ministro del Tesoro, che, in ossequio all'articolo 2-ter della legge n. 77 del 1983, disciplinava oltre ai casi di fusione e scissione anche quello di "sostituzione" della Sgr, non più previsto dalla vigente normativa. Sul piano delle concretezze, l'Autorità di vigilanza provvede *a verificare l'adeguatezza dei profili tecnici ed organizzativi delle società di gestione risultanti dalle operazioni in questione e a valutare gli impatti che le operazioni medesime comportano sulle società coinvolte e nei rapporti tra queste ultime intercorrenti e i partecipanti ai fondi dalle stesse istituiti o gestiti*.²³⁴

La richiesta dei numerosi requisiti soggettivi e dei vincoli operativi necessari al fine del rilascio dell'autorizzazione si spiega in quanto, essendo *la società di gestione un punto focale di un equilibrato rapporto tra gli interessi dei sottoscrittori e l'ordinato funzionamento del mercato*, il legislatore intende tutelare i risparmi degli investitori e contribuire alla stabilità del sistema finanziario, *per mezzo dell'efficienza gestionale dei soggetti coinvolti*.²³⁵

Dopo il rilascio dell'autorizzazione si procede all'iscrizione della Sgr nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, la quale in seguito comunicherà alla Consob l'avvenuta iscrizione (art. 35, comma 1 e 2 del Tuf). L'iscrizione non ha carattere costitutivo ma solo abilitativo allo svolgimento dell'attività a cui è collegata l'autorizzazione: più in particolare, si puntualizza che l'iscrizione sia un atto dovuto ed eventualmente d'ufficio, finalizzato all'aggiornamento dell'albo, che assurge a strumento *avente scopo di pubblicità dichiarativa, posto a garanzia dei terzi che entrano in rapporto con la società di gestione*.²³⁶

Sotto altro profilo, rileva l'articolo 41 del Tuf che disciplina *l'operatività transfrontaliera dei soggetti che svolgono l'attività di gestione collettiva del risparmio*, materia principalmente trattata dalla direttiva 85/611/CEE.²³⁷ Le Sgr possono svolgere all'estero le medesime attività loro consentite in Italia: *le differenze di disciplina sono riconnesse alle condizioni e alle procedure*, emanate dalla Banca d'Italia con regolamento del 14 aprile 2005, *che devono essere poste in essere per l'avvio dell'operatività transfrontaliera*.²³⁸

²³² Si rimanda all'art. 34, comma 2 del Tuf.

²³³ Cfr. MONACI, op. ult. cit., cit., pp. 79-80; sul punto, si veda altresì TONELLI, op. ult. cit., p. 48.

²³⁴ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 97.

²³⁵ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, cit., pp. 67-68.

²³⁶ Cfr. ANTONELLI, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, cit., p. 289; CIARAVOLO, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, cit., p. 378.

²³⁷ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., cit., p. 667.

²³⁸ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 224.

Le Sgr possono operare, anche senza stabilire succursali, in uno Stato comunitario, in conformità alla normativa secondaria, ovvero in uno Stato extracomunitario, previa autorizzazione della Banca d'Italia. “Costituisce in ogni caso condizione per il rilascio delle autorizzazioni l'esistenza di apposite intese di collaborazione tra la Banca d'Italia, la Consob e le competenti Autorità dello Stato ospitante”.²³⁹

Viene in discussione, in questa sede, sia lo svolgimento all'estero del servizio di gestione individuale, per il quale sono previste procedure analoghe a quelle delle SIM, sia l'offerta all'estero di quote di fondi comuni di investimento, per cui è necessario il preventivo vaglio esercitato dalla Banca d'Italia.²⁴⁰ Tale vaglio si manifesta in una vera e propria autorizzazione se l'offerta è destinata ai paesi extracomunitari; diversamente, se rivolta ad un paese comunitario, consiste in una semplice comunicazione nel caso di fondi “non armonizzati”, invece nel caso di fondi “armonizzati”, in un'attestazione di conformità alla normativa comunitaria vigente.²⁴¹

In prospettiva, si fa riferimento anche all'articolo 42 che disciplina l'offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento, effettuando una differenziazione a seconda che si tratti di fondi “armonizzati”, trattati nei primi quattro commi, o “non armonizzati”, trattati nei seguenti quattro. Nella prima fattispecie prevede che l'offerta sia “preceduta da una comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob” (art. 42, comma 1); nella seconda, invece, l'offerta deve essere “autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, a condizione che i relativi schemi di funzionamento siano compatibili con quelli previsti per gli organismi italiani” (art. 42, comma 5). Va sottolineato che, in entrambi i casi, vi è un ruolo crescente assunto dai regolamenti della Banca d'Italia e della Consob. Il rinvio a tali Autorità amministrative risulta infatti coerente col progetto di *delegificazione*, volto a rendere la normativa più flessibile e adattabile, in confronto al passato, rispetto al dinamismo e alla volatilità dei mercati finanziari.²⁴²

Opportunamente, viene osservato che “la Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplina con regolamento gli obblighi delle SIM e delle SGR in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili” (art. 6). Per quanto riguarda l'adeguatezza patrimoniale, l'accertamento della medesima si articola in due fasi: la prima concerne la determinazione quantitativa della dotazione richiesta per lo svolgimento del servizio di gestione collettiva, attraverso il calcolo del patrimonio di vigilanza sulla base sia della massa gestita che del volume dell'attività operativa; la seconda è volta a rintracciare gli elementi positivi e negativi del patrimonio computabili ai fini della copertura dei potenziali rischi.

Con riguardo al calcolo del patrimonio di vigilanza, la Banca d'Italia può applicare misure più stringenti rispetto a quelle fissate in via generale, non solo se ricorrono circostanze predeterminate, ma anche quando la situazione patrimoniale, economica o finanziaria della società di gestione lo richieda. Il fatto che tale eventualità possa essere individuata con *estrema genericità*, anche se il legislatore, causa la volatilità del mondo finanziario, ha previsto specificatamente le variazioni in seguito alle quali occorre rideterminare il

²³⁹ Si veda l'art. 41, comma 1, lett. a) e b) e comma 3 del Tuf.

²⁴⁰ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., cit., p. 667.

²⁴¹ Cfr. SEPE, op. ult. cit., p. 226.

²⁴² Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 228; COLANTUONI, *Commento sub art. 42*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 322 ss.

patrimonio di vigilanza, evidenzia un *limite sostanziale della normativa*. Per quanto riguarda la seconda fase, gli elementi dell'attivo di bilancio vengono selezionati e computati nella *componente di base* del patrimonio di vigilanza, utilizzabile senza alcun limite, o in quella *supplementare* a seconda di determinati criteri, quali *la stabilità, la piena disponibilità e la libera imputabilità* degli elementi medesimi.²⁴³

Un aspetto centrale nella disciplina delle società di gestione del risparmio è rappresentato dal modello di *governance* delle stesse, che si caratterizza in termini del tutto particolari rispetto alle altre società per azioni. Infatti, mentre in queste ultime si riscontrano i tradizionali conflitti di interessi propri di ogni società azionaria, nell'ambito delle Sgr se ne riscontra un altro, non di poco rilievo, ossia quello tra soci della società di gestione del risparmio e partecipanti ai fondi da questa società gestiti. *Sicché può dirsi che il dilemma del governo delle società di gestione del risparmio risulta dalla somma di tutti i tradizionali problemi di corporate governance e di quelli di fund governance*, intendendo per “fund governance” il peculiare conflitto di interesse riscontrabile nella Sgr.²⁴⁴

Tale circostanza implica una complessità maggiore, che il legislatore cerca di gestire richiedendo alle Sgr di adottare precise regole di comportamento: esse sono chiamate ad “operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato; 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; adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi”.²⁴⁵

In tale prospettiva, viene imposto l'obbligo alle Sgr di indicare, già in sede di richiesta del provvedimento abilitativo, sia le strategie da adottare sia le metodologie per la loro realizzazione e di procedere alla stesura del programma di attività e della relazione sulla struttura organizzativa, per la cui formulazione la Banca d'Italia utilizza un particolare livello di dettaglio, giungendo alla definizione di uno schema organizzativo *standard* conforme ai *desiderata* dell'Autorità di vigilanza.²⁴⁶

A tal proposito, c'è il rischio che le così dettagliate previsioni possano compromettere l'autonomia privata riconosciuta dal diritto positivo agli operatori e, ad ogni modo, non prevista intenzionalmente dal legislatore nella predisposizione del t.u.f..²⁴⁷

In tale modello di governance, la definizione delle strategie d'investimento spetta all'organo di governo della società di gestione, che può avvalersi in tale circostanza di *organi plurisoggettivi interni alla società* con particolare esperienza nei mercati in cui la Sgr andrà ad operare, ossia *specifici comitati*. A completare tale quadro normativo è prevista la funzione di controllo, che è demandata, oltre che al collegio sindacale, ad una società di revisione

²⁴³ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, cit., pp. 86-89; Id., *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, cit., pp. 681-682.

²⁴⁴ RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Intervento al Convegno su “La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID. Un confronto tra economisti e giuristi”, tenutosi nella Università degli studi di Verona il 23 giugno 2008.

²⁴⁵ Si veda l'art. 40, comma 1, lett. a), b) e c) del Tuf.

²⁴⁶ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, cit., p. 110; Id., *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, cit., p. 682.

²⁴⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 1996, fasc. 1, pp. 9-33.

esterna e la quale deve dar conto delle verifiche compiute al consiglio di amministrazione, per mezzo di un *reporting diretto*.²⁴⁸

Rileva ancora *in subiecta materia* il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 29 ottobre 2007, nell'ambito del quale, oltre a collegare la sana e prudente gestione all'adozione di un sistema organizzativo unitario,²⁴⁹ ha assunto portata pratica il principio di proporzionalità: "Gli intermediari applicano le disposizioni del presente Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati".²⁵⁰ Sulla base di quanto precede, è stato reso obbligatorio istituire solo la funzione di compliance, *laddove sono soggette ad un vaglio di opportunità le funzioni di gestione del rischio e di revisione interna*.²⁵¹

Ad incidere sugli assetti organizzativi delle Sgr sono intervenuti inoltre sia il d.lgs. n. 164/2007, che ha recepito la direttiva 2004/39/CE (c.d. MIFID), introducendo l'obbligo di adottare *misure ragionevoli e meccanismi efficaci* per ottenere *il miglior risultato possibile* sia la direttiva 2007/16/CE (c.d. Eligible assets), che, recando dei chiarimenti in merito alle valutazioni che le Sgr devono compiere ai fini del contenimento e frazionamento del rischio, ha previsto la diffusione di una nuova metodologia per il calcolo dell'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati.²⁵² La corporate governance è un tema rilevante sia sul piano nazionale che comunitario. Conseguenza la numerosità dei provvedimenti che hanno avuto un impatto sul tema. In siffatto contesto, è doveroso accennare alle oramai consolidate innovazioni introdotte dalla direttiva dell'11 Luglio 2007, n. 36, del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. DSHR), recepita con il d.lgs. del 27 Gennaio 2010, n. 27, che ha *reso più agevole la partecipazione degli azionisti alla vita della società, favorendo l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto*. A ciò hanno fatto seguito degli interventi di *fine tuning* diretti ad *agevolare l'operatività del nuovo assetto normativo, senza alterare l'impianto complessivo*.²⁵³

Gli standard di corporate governance sono stati ulteriormente elevati *dall'International Corporate Governance Network (ICGK)*, composto da *grandi investitori istituzionali che operano in tutti mercati di capitali e che rappresentano collettivamente fondi di gestione del risparmio per un patrimonio complessivo di oltre 18 miliardi di dollari*. Un'intera sessione della Conferenza annuale del *Network*, che si è tenuta in Italia il 4-5 Marzo 2013, ha riguardato *il sistema del voto di lista italiano e l'esercizio dei diritti degli azionisti*, focalizzandosi particolarmente sul ruolo ricoperto dagli *investitori esteri*. A tal proposito è stato predisposto *un meccanismo di record date mobile per la legittimazione al deposito delle liste, che consente ai proxy advisor di avere tutti i dati necessari nei termini utili*.²⁵⁴

²⁴⁸ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, cit., pp. 106-109.

²⁴⁹ Cfr. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, I, p. 9.

²⁵⁰ Si veda l'art. 4, comma 2 del Provvedimento del 29 Ottobre 2007: "*Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*".

²⁵¹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Cedam, Padova, 2009, p. 134 ss.

²⁵² Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, cit., pp. 685-686.

²⁵³ Cfr. DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2012*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2012, cit., p. 149.

²⁵⁴ Cfr. MENCHINI e DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2013, cit., pp. 109-110.

Un'altra novità di rilievo è la *deroga*, introdotta all'articolo 2372 del Codice Civile, prevista per *Sgr, Sicav, società di gestione armonizzate e i soggetti extracomunitari che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio, di conferire la rappresentanza per più assemblee*.²⁵⁵

In delineato contesto rilevano infine i *Principi italiani di stewardship*,²⁵⁶ approvati nell'Ottobre 2013 dal Consiglio Direttivo di Assogestioni, per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate. Suddetti Principi sono rivolti alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione dei portafogli: Rispettarli vuol dire impegnarsi ad ottenere una governance migliore, in quanto la loro applicazione è finalizzata a *stimolare l'azionariato attivo* e a fornire *best practices in subiecta materia*. I Principi adottati sono allineati ai principi contenuti nell'*EFAMA Code for External Governance*, approvato dall'*European Fund and Asset Management Association* alla quale partecipa anche Assogestioni.²⁵⁷

La rilevanza ascritta al fenomeno delle società di gestione del risparmio (SGR) risulta evidente se si comprende il fatto che con la loro creazione si è inteso *coadiuvare il risparmiatore nel processo di formulazione delle proprie scelte di investimento*, dotandolo di *una struttura organizzativa che garantisca la massima sicurezza, trasparenza ed efficienza*, e al contempo di *un'ampia libertà operativa che gli consente di sfruttare appieno le opportunità del mercato*.²⁵⁸

2.2 Le società di investimento a capitale variabile (SICAV)

Dopo aver analizzato le Sgr, è bene focalizzarsi sull'altro intermediario a cui il Testo Unico riserva lo svolgimento del servizio di gestione collettiva: la SICAV.

Una svolta in tale direzione è stata recata dal recepimento delle due direttive comunitarie sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OIVCM): la 85/611/CEE e la 88/220/CEE. Il legislatore italiano ha dato attuazione alle suddette direttive tramite l'emanazione del d.lgs. 25 Gennaio 1992 n. 83, che ha apportato delle modifiche alla legge 23 Marzo 1983, n. 77, sui fondi comuni, e del d.lgs. 25 Gennaio 1992 n. 84, con il quale è stata introdotta in Italia *una fattispecie anteriormente sconosciuta*: la società di investimento a capitale variabile (SICAV).²⁵⁹

La direttiva del 20 dicembre 1985, n. 85/611,²⁶⁰ ha proposto forme di compiuta armonizzazione, dettando una serie di regole comuni ed uniformi da applicare a *fondi di*

²⁵⁵ Cfr. MENCHINI e DI CAPUA, op. ult. cit., cit., p. 111.

²⁵⁶ A riguardo si veda *Italian StewardShiP PrinciPlES for the exercise of administrative and voting rights in listed companies*, in www.assogestioni/autoregolamentazione.it, 1 Ottobre 2013.

²⁵⁷ MENCHINI e DI CAPUA, op. ult. cit., cit., p. 112.

²⁵⁸ Cfr. MONACI, op. ult. cit., cit., p. 83.

²⁵⁹ Cfr. LENER, *Premessa*, in AA.VV, *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994, cit., p. 1.

²⁶⁰ La Direttiva è stata pubblicata in *G.U.C.E. L 375 del 31 Dicembre 1985*.

*investimento, società di investimento e unit trust*²⁶¹, al fine di consentire la libera circolazione degli OIVCM, già presenti negli Stati Membri in forme giuridiche molto diverse.²⁶²

Le disposizioni della suddetta direttiva non erano preordinate allo scopo di introdurre in ciascun Paese della Comunità tutte e tre le forme di organismo sopra citate, essendo ciò testimoniato anche dalla mancanza della figura del trust in Italia; per converso, l'obiettivo era solo quello di *dare ad esse una disciplina uniforme che ne consentisse la "circolazione" nel mercato comune, sulla base del principio dell'home country control*.^{263 264}

In tale contesto disciplinare, il mercato italiano è stato dotato delle società di investimento con il limite della sola forma "a capitale variabile", *caratterizzata dalla continua possibilità di continue sottoscrizioni e recessi, negando invece cittadinanza nel nostro Paese alla forma "a capitale fisso"*.²⁶⁵ Più in generale, la SICAV costituisce una variante nella generale categoria degli investimenti collettivi "aperti", *con continua ed indifferenziata facoltà per il pubblico di entrata (investimento) ed uscita (disinvestimento)*.²⁶⁶

Alla luce delle considerazioni esposte, occorre soffermarsi sulle ragioni che hanno indotto il legislatore italiano a disciplinare, accanto ai fondi comuni, tale tipo di istituto, nato *sulla scorta del modello francese*.²⁶⁷ La circostanza secondo la quale nelle SICAV "il risparmiatore-investitore ricopre anche la figura di socio partecipante e come tale ha la possibilità di incidere, con l'esercizio del diritto di voto, sulle vicende sociali e sulla politica di investimento della società"²⁶⁸ rappresenta una giustificazione all'introduzione di siffatta società.

Rileva, in proposito, che, mentre i fondi sono gestiti da una società di gestione del risparmio e in essi si conserva una *dissociazione assoluta tra la posizione del gestore e quella del risparmiatore, garantita da stringenti norme di separazione, e il rapporto degli stessi si palesa come rapporto a prestazioni corrispettive*,²⁶⁹ diversa appare la situazione nelle Sicav. Si assiste infatti alla formazione di una società di investimento nella quale *la posizione di gestore e di risparmiatore coincidono, in quanto quest'ultimo è socio della società che gestisce, nel proprio interesse e non nell'interesse altrui, il monte delle risorse*.²⁷⁰

Orbene, le Sicav rappresentano uno *strumento economicamente analogo al fondo comune ma giuridicamente meno "raffinato"*: il fondo infatti altro non è che l'evoluzione storica della

²⁶¹ Cfr. LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Rivista delle Società*, 1989, II, p. 1050 ss.

²⁶² Cfr. LENER, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro italiano*, 1989, IV, cit., p. 224.

²⁶³ Cfr. LENER, *Nascono le SICAV*, in *Le Società*, v. 11, f. 4, 1992, cit. p. 449.

²⁶⁴ Per quanto riguarda il Principio dell'home country control, introdotto dalla Seconda Direttiva CEE 646/1989, si veda TROIANO, *Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010, p. 221 ss.; PATRONI GRIFFI, *Riflessioni sulla seconda direttiva comunitaria*, in *Banche impresa società*, f. 3, 1991, p. 419 ss.; COSTI, *La seconda direttiva di coordinamento: i principi*, in AA. VV., *Le direttive della CEE in materia bancaria*, a cura di Cesarini e Scotti Camuzzi, Milano, 1991, p. 67 ss.

²⁶⁵ Cfr. LENER, op. ult. cit., cit., p. 449.

²⁶⁶ Cfr. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, Relazione tenuta al Convegno organizzato da Assogestioni a Milano il 13 Febbraio 1992, in *Rivista delle Società*, f. 5, 1992, cit., p. 730.

²⁶⁷ Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 495

²⁶⁸ Relazione governativa «di accompagnamento del d.lgs. n. 84/92 di recepimento della direttiva CEE n. 611/85, istitutivo della società di investimento a capitale variabile (sicav)», 1992, 1.

²⁶⁹ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 101.

²⁷⁰ Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, in AA. VV., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Buonocore, Giappichelli, Torino, 1997, cit., p. 806.

società d'investimento, *originata proprio dall'esigenza di dare all'organismo collettivo un'adeguata veste giuridica. L'idea di patrimonio autonomo, distinto sia da quello della società di gestione che da quello degli investitori, e l'idea stessa del gestore esterno nascono dopo le società d'investimento. E nascono proprio perché si è constatata l'inadeguatezza del sistema societario a disciplinare il fenomeno della gestione collettiva di patrimoni.*²⁷¹ La suddetta inadeguatezza era dovuta ad alcune carenze tecniche che non consentivano di distinguere la figura del gestore e del risparmiatore, i quali risultavano “*equiordinati*” in quanto soci della stessa società.²⁷²

Consegue la difficoltà, superata con l'introduzione nell'ordinamento del fondo comune, nel distinguere il patrimonio conferito dal gestore e quello apportato dal risparmiatore: *nelle Sicav si ha una sorta di contraddizione interna, giacché l'ente che gestisce l'investimento è, in uno, anche l'oggetto dell'investimento.*²⁷³

La Sicav in Italia, dunque, nasce dopo che il nostro ordinamento aveva già recepito la figura del fondo comune e tale circostanza risulta di particolare interesse. Diviene in tal modo possibile affermare che la società di investimento a capitale variabile viene creata dal legislatore *non come variante del modello societario, piegato a finalità ultronee rispetto quelle istituzionali, ma quale variante del modello fondo, come detto sopra già presente nel cotesto normativo nazionale. In questa prospettiva, le Sicav, caratterizzate da una disciplina ricca di numerose deroghe al diritto azionario comune che le rendono funzionalmente diverse da una società per azioni, sono da considerarsi come una sorta di affinamento e non di regressione rispetto allo schema della gestione a fondo comune, dando ad esse un'autonoma collocazione all'interno dei fenomeni associativi.*²⁷⁴

Da ultimo, è bene osservare come un'altra delle ragioni che giustificano la scelta del legislatore di introdurre nell'ordinamento finanziario le Sicav sia quella di *ampliare la gamma di prodotti per la gestione in monte del risparmio.*²⁷⁵

Le considerazioni esposte finora vanno rilette alla luce del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58), che riserva la prestazione del servizio di gestione collettiva, oltre che alla società di gestione del risparmio, alla Sicav (art. 33 t.u.f., comma 1, lett. a)), definita come “la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni”.²⁷⁶

I profili di specialità, che si rinvergono nel rapporto che esiste tra investitore e società di gestione, non si rintracciano anche nelle caratteristiche della gestione della Sicav: le società di investimento analizzate, infatti, sono sottoposte *ai criteri propri dei soli fondi aperti*, sia armonizzati che non, mentre non possono essere istituite *secondo le regole proprie dei fondi riservati, dei fondi chiusi o dei fondi speculativi.*²⁷⁷

La competenza della procedura autorizzativa, la disciplina delle ipotesi di decadenza dall'autorizzazione, della documentazione che dev'essere allegata alla richiesta dei soci

²⁷¹ Cfr. LENER, *Nascono le Sicav*, cit., p. 450.

²⁷² Cfr. LENER, *Premessa*, cit., p. 9.

²⁷³ Cfr. LENER, *Nascono le Sicav*, cit., p. 450.

²⁷⁴ Cfr. LENER, *Premessa*, cit., pp. 8-10.

²⁷⁵ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 496.

²⁷⁶ Si rimanda all'articolo 1, comma 1, lett. i) del TUF.

²⁷⁷ Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 496.

fondatori e del contenuto del progetto di atto costitutivo e statuto della Sicav spetta alla Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 43, comma 2). Nel t.u.f., *pur attribuita la competenza autorizzativa alla Banca d'Italia (sentita la Consob), resta l'autonoma previsione della funzione certificativa, sempre in capo alla Banca d'Italia, in ragione dell'amministrativizzazione della disciplina, all'attestazione della "conformità del progetto di atto costitutivo e di statuto alle prescrizioni di legge e regolamento e ai criteri generali dalla stessa predeterminati"* (art. 43, comma 3).²⁷⁸

Ciò posto, le condizioni necessarie al fine del rilascio dell'autorizzazione sono elencate dall'articolo 43, comma 1, del t.u.f., nel quale è richiesta che sia adottata "la forma di società per azioni" e che "la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica". È previsto che "il capitale sociale sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia" e che "i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità", mentre i titolari delle partecipazioni quelli di onorabilità. Ancora: è necessario che "lo statuto preveda come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni", che "la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società" stessa ed, infine, che venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, "un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa".

È appena il caso di aggiungere che "la Sicav può svolgere le attività connesse o strumentali indicate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob" (art. 43, comma 6).²⁷⁹ Appare evidente come il Testo Unico riproponga la formulazione adottata per le società di gestione del risparmio (art. 33, comma 2, lett. c)); tuttavia, *la coincidenza non pare faccia propendere per un omogeneo esercizio dei poteri che le norme attribuiscono, rilevando qui piuttosto la specialità del tipo Sicav, caratterizzato dalla coincidenza di patrimonio e capitale e dalla conseguente rigidità nella selezione degli impieghi diversi da quelli ricompresi nell'oggetto esclusivo*.²⁸⁰

L'assetto ordinatorio introdotto con il t.u.f. ha modificato l'art. 1, comma 1, del d.lgs. 84, che incentrava la definizione della Sicav sulla determinazione del suo oggetto esclusivo "nell'investimento collettivo in valori mobiliari del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico in via continuativa di proprie azioni". Come mostra l'articolo 1, comma 1, lett. i) del Testo Unico, nella definizione sopra citata viene meno sia l'inciso volto a determinare l'oggetto dell'investimento, ossia "in valori mobiliari", sia quello funzionale alla qualificazione dell'offerta al pubblico di azioni, ossia "in via continuativa". Per quanto concerne i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni con riguardo all'oggetto d'investimento, è stato previsto che essi siano determinati dal Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob (art. 37, comma 1, lett. a)). A ciò aggiungasi la definizione espansiva dettata dall'articolo 1, comma 1, lett. n) e

²⁷⁸ Cfr. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000, p. 96.

²⁷⁹ Cfr. PALLINI, *Commento all'art. 43*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, p. 330 ss.

²⁸⁰ Cfr. ANTONUCCI, op. ult. cit., cit., p. 97.

riferita ai soggetti che svolgono il servizio di gestione collettiva, il quali si realizza “mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili”.

In seguito al rilascio dell'autorizzazione, le Sicav autorizzate in Italia sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia: quest'ultima deve dare comunicazione alla Consob dell'avvenuta iscrizione (art. 44, comma 1 e 2 del TUF). Da quanto predisposto dalla norma, si deduce che l'iscrizione sia richiesta esclusivamente alle Sicav di diritto italiano e non a quelle di diritto estero, sia armonizzate che non, per le quali si applicano ulteriori obblighi specifici.²⁸¹ In delineato contesto, risulterebbe funzionale, anche se non previsto dal Testo Unico, la predisposizione da parte dell'Autorità di vigilanza di un elenco, avente finalità meramente informativa, in cui indicare le Sicav di diritto estero che, nel rispetto degli adempimenti richiesti, offrono in Italia le proprie azioni.²⁸²

L'iscrizione all'albo costituisce per il risparmiatore una vera e propria garanzia, dal momento che attesta l'esistenza di un effettivo controllo sulla Sicav da parte della Banca d'Italia e della Consob. Nella medesima prospettiva, ossia quella di garantire i risparmiatori che fanno affidamento su tali società, è stato introdotto dal t.u.f. l'obbligo di inserire in tutti i documenti la denominazione sociale, contenente l'indicazione “Società di investimento a capitale variabile SiCAV” (art. 43, comma 5 del TUF).²⁸³

Sempre in questa direzione, rileva la prescrizione di un capitale sociale minimo, che è tra le condizioni richieste ai fini del rilascio dell'autorizzazione. Nella logica di assicurare la solidità finanziaria dell'impresa nei confronti dei risparmiatori-investitori, il t.u.f. prevede che i soci fondatori della Sicav debbano effettuare “i versamenti relativi al capitale sottoscritto entro trenta giorni dalla data di rilascio dell'autorizzazione” e che “il capitale deve essere interamente versato” (art. 43, comma 4). La questione ha un ruolo singolare, considerando che *il tratto identificativo della Sicav consiste nella variabilità del capitale*; in verità, va osservato che *la prescrizione, in apparenza un po' contraddittoria, di un capitale minimo, ossia di una dotazione minimale di mezzi patrimoniali*, viene utilizzata dal legislatore come mezzo a cui affidare la tutela degli interessi dei creditori.²⁸⁴

L'aspetto centrale della normativa in materia di capitale riguarda la scomparsa di ogni distinzione tra capitale e patrimonio: il capitale della Sicav è sempre uguale al patrimonio netto detenuto dalla società, come precisa l'articolo 45, comma 1 del t.u.f..²⁸⁵

L'eliminazione della distinzione tra capitale e patrimonio potrebbe sembrare puramente di ordine nominalistico. Così tuttavia non è: essa corrisponde all'eliminazione della tutela giuridica differenziata e rigorosa del capitale, propria del comune diritto societario, rispetto

²⁸¹ Si rimanda in tal senso all'articolo 42 del TUF che disciplina l'operatività in Italia degli organismi di investimento collettivo del risparmio esteri; a proposito, cfr. COLANTUONI, *Commento all'articolo 42*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 320-327.

²⁸² Cfr. PALLINI, *Commento all'art. 44*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 340-341.

²⁸³ Cfr. QUIRICI, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano, 2010, cit., p. 252.

²⁸⁴ Cfr. PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la SiCAV*, in *Banche e banchieri*, v. 20, f. 5, 1993, cit., p. 356.

²⁸⁵ Al riguardo cfr. PALLINI, *Le società di investimento a capitale variabile: il capitale e le azioni*, in AA. VV., *Il Diritto del mercato mobiliare: soggetti, attività, strumenti, controlli*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1997, p. 31 ss.

alle altre aliquote del c.d. patrimonio netto.²⁸⁶ In effetti, non si applicano a tali società di investimento le regole codicistiche dettate dall'articolo 2348, inerente all'aumento di capitale, e quelle previste dall'articolo 2447, relative alla riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale.

La scelta di far coincidere il capitale e il patrimonio ha notevoli conseguenze sulla struttura della società: *fa venir meno la funzione giuridica della articolazione delle poste del patrimonio netto tipica della disciplina contabile della società per azioni in quanto diretta a stabilire vincoli di diversa intensità dell'attivo*. Il sistema delle riserve, tra cui quella legale, dei fondi disponibili, il concetto di *perdita di capitale* e quello di *perdita o utile di esercizio*, presenti nelle società lucrative, perdono il loro significato e la loro funzionalità nell'ambito delle Sicav.²⁸⁷

La suddetta coincidenza tra capitale e patrimonio si riflette anche sulla disciplina delle azioni, che risultano *prive di valore nominale, non potendo pensarsi che possa fungere da parametro per l'individuazione di tale valore il minimo di capitale necessario, che non ha alcun rapporto con le azioni in circolazione*.²⁸⁸

Le azioni rappresentative della partecipazione al capitale della Sicav “devono essere interamente liberate al momento della loro emissione” (art. 45, comma 3 del TUF); da tener presente che un ruolo fondamentale è svolto dallo statuto, il quale indica “le modalità di determinazione del valore delle azioni e del prezzo di emissione e di rimborso nonché la periodicità con cui le azioni della Sicav possono essere emesse e rimborsate” (art. 45, comma 5 del TUF). Se da una determinata prospettiva quanto esposto sembra avere *come corollario una marcata riaffermazione dell'autonomia contrattuale*,²⁸⁹ da un'altra si comprende come tale considerazione sia infondata, *considerato il ruolo conformativo della normativa secondaria nell'elaborazione dello statuto* (art. 43, comma 2, lett. b)) e il potere della Banca d'Italia, sentita la Consob, di individuare i “metodi di calcolo del valore delle azioni o delle quote di Oicr” (art. 6, comma 1, lett. c), n. 4).²⁹⁰

Un altro elemento fondante della disciplina delle azioni delle Sicav può comprendersi se si osserva come la partecipazione in tali società venga effettuata non solo con l'intento di dar vita ad un *investimento finanziario*, bensì con l'obiettivo di *contribuire alla gestione dell'attività che ne determina i risultati*. Da qui, deriva la differenziazione delle azioni in due categorie: le azioni nominative e al portatore (art. 45, comma 4 del Tuf). Ciò che diverge non è la presenza o la natura dei *diritti patrimoniali*, per cui vi è uniformità di trattamento; piuttosto, *la forma di circolazione dei titoli e le modalità di attribuzione del diritto di voto*.²⁹¹

La scelta tra azioni nominative o al portatore spetta al sottoscrittore, che deve in ogni caso rispettare i limiti statutari imposti per l'emissione di azioni nominative. Mentre queste ultime,

²⁸⁶ Cfr. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, cit., p. 733.

²⁸⁷ Cfr. MARCHETTI, op. ult. cit., cit., p. 734; si veda altresì ANSELMi, *Le società di investimento a capitale variabile. La “funzione” del capitale e la posizione del socio*, in AA. VV., *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di Rispoli Farina, Jovene, Napoli, 1998, p. 207 ss.

²⁸⁸ PATRIARCA, op. ult. cit., cit., p. 356.

²⁸⁹ Cfr. MILETTI, *Commento all'art. 45*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, p. 347 ss.

²⁹⁰ Cfr. ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 99.

²⁹¹ Cfr. ANGELICI, *Azioni*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994, cit., p. 49.

per quanto attiene il diritto di voto, sono disciplinate dalle regole generali, le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio, indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute. *La struttura della Sicav si configura, dunque, come un sistema misto, nel quale convivono elementi propri del sistema delle società cooperative (voto capitario) e del sistema tipico delle società per azioni (...).*²⁹²

In tal modo, il legislatore cerca di *appagare l'azionista-risparmiatore* che, mediante la forma al portatore dei titoli, può usufruire di un determinato *valore economico*, connesso sia con la più *agevole negoziabilità* sia con i *vantaggi (anche psicologici) conseguenti ad una posizione di anonimato*. Allo stesso tempo, gli azionisti-risparmiatori, potendo originariamente *convertire le proprie azioni in azioni nominative* e, dunque, *assumere un diritto di voto proporzionato al proprio investimento*, possono autotutelarsi se insoddisfatti della gestione del loro investimento, intervenendo direttamente sulla stessa e, conseguentemente, creando una sorta di *precarietà della posizione di controllo da parte degli azionisti-imprenditori*, che sono maggiormente interessati alla gestione e che dovrebbero sentirsi in tal modo stimolati ad agire correttamente.²⁹³ Pertanto, l'introduzione della suddetta *differenziazione del peso delle azioni a seconda del regime di circolazione rappresenta il punto di equilibrio tra una forte e particolare esigenza di trasparenza, da un lato, e l'opportunità di assicurare l'accesso alla forma tecnica, snella e appetibile dell'investimento diffuso, rappresentata dal regime al portatore del titolo oggetto di investimento. La convertibilità non contraddice così il principio dell'uniformità della partecipazione connesso al carattere collettivo, omogeneo dell'investimento.*²⁹⁴

In tale sede, occorre sottolineare che lo statuto della Sicav può prevedere “limiti all'emissione di azioni nominative, particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative, l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni, in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti, e la possibilità di emettere frazioni di azioni, fermo restando che l'attribuzione e l'esercizio dei diritti sociali è comunque subordinata al possesso di almeno un'azione” (art. 45, comma 6). Da ultimo, per quanto riguarda le azioni, opera il divieto posto in capo a tali società di investimento di “emettere obbligazioni o azioni di risparmio né acquistare o comunque detenere azioni proprie” (art. 45, comma 8 del TUF).²⁹⁵

I tratti distintivi caratterizzanti le Sicav non si esauriscono qui: la maggiori deroghe alla disciplina comune, infatti, ruotano anche attorno alla regolamentazione dell'organo assembleare, *che è plasmata sulle esigenze della facilità deliberativa.*²⁹⁶

Sul piano delle concretezze, viene a crearsi *una disciplina ed una organizzazione dell'assemblea secondo una logica di “public company” che riprende spunti già presenti nelle norme sulle cooperative.*²⁹⁷ Appare logico ritenere che la natura azionaria delle quote di partecipazione alla Sicav è sufficiente differenziare le medesime società di investimento dai fondi comuni d'investimento e a dare la possibilità al partecipante di *intervenire nella*

²⁹² Cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 497.

²⁹³ Cfr. ANGELICI, *Azioni*, cit., p. 49.

²⁹⁴ Su tal punto, cfr. MARCHETTI, op. ult. cit., cit., p. 736 e 738.

²⁹⁵ Cfr. MILETTI, *Le azioni della SICAV: caratteristiche*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, p. 349 ss.

²⁹⁶²⁹⁶ Cfr. PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la SICAV*, cit., p. 360.

²⁹⁷ Cfr. MARCHETTI, op. ult. cit., cit., p. 740.

formazione della volontà e delle decisioni sociali, per mezzo delle partecipazioni alla vita assembleare e dell'esercizio al diritto di voto. Quanto dettato dall'articolo 46, comma 1 del Testo Unico, ossia che "l'assemblea ordinaria e l'assemblea straordinaria in seconda convocazione sono regolarmente costituite e possono validamente deliberare qualunque sia la parte del capitale sociale intervenuta", implica la conseguente *soppressione della seconda convocazione per l'assemblea ordinaria*.²⁹⁸

Viene lasciata intatta la previgente disciplina sul voto per corrispondenza, che si differenzia anche da quella prevista dal Testo Unico per le società quotate:²⁹⁹ infatti, il voto può essere dato per corrispondenza se ciò è ammesso dallo statuto. In tal caso l'avviso di convocazione deve contenere per esteso la deliberazione proposta. Non si tiene conto del voto in tal modo espresso se la delibera sottoposta a votazione dall'assemblea non è conforme a quella contenuta nell'avviso di convocazione. Ciò nonostante le azioni relative sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea straordinaria. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, stabilisce con regolamento le modalità operative per l'esercizio del voto per corrispondenza (art. 46, comma 2 del TUF).³⁰⁰

Per concludere, *in subiecta materia*, oltre a vigere quanto disposto dall'articolo 2366 del codice civile, secondo il quale l'avviso di convocazione dell'assemblea deve essere pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica, è previsto che tale pubblicazione avvenga, nel termine esteso che va dai quindici ai trenta giorni per permettere agli azionisti di ponderare accuratamente la decisione di prendere o meno parte all'assemblea, anche sui quotidiani, indicati nello statuto, in cui viene pubblicato il valore patrimoniale della società e il valore unitario delle azioni (art. 46, comma 3 del TUF). La suddetta modalità è resa necessaria dalla singolarità dell'oggetto sociale delle Sicav: tali società devono infatti adoperarsi *per ampliare il proprio regime pubblicitario tramite veicoli conoscitivi più accessibili al pubblico*.³⁰¹

Un ulteriore profilo rilevante delle Sicav consiste nella possibilità, riconosciuta agli amministratori di tale ente, di delegare a terzi la gestione del patrimonio. In passato, tale facoltà, in ossequio al d.lgs. n. 84/1992, era subordinata al rispetto di regole molto rigide e stringenti. In effetti, si disponeva *in primis* che dovesse sussistere una specifica previsione statutaria in cui venisse indicato *il soggetto delegato, l'ampiezza della delega e le procedure per effettuare il controllo delle procedure effettuate dal delegato*³⁰² ed *in secundis* che la delega potesse essere conferita *esclusivamente a società di gestione di fondi comuni d'investimento*.³⁰³ Successivamente, il t.u.f. ha modificato la disciplina previgente riguardante le deleghe di gestione, regolando tre fattispecie: secondo l'articolo 43, comma 7, la Sicav può delegare "poteri di gestione" a società di gestione del risparmio, armonizzate o meno; in base a quanto disposto dall'articolo 43-bis, la Banca d'Italia, sentita la Consob, può autorizzare la costituzione di Sicav che designano per la gestione del proprio patrimonio una

²⁹⁸ Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, cit. p. 498.

²⁹⁹ A riguardo si rimanda all'articolo 127 del TUF.

³⁰⁰ Cfr. ASSOGESTIONI, *Testo unico delle Disposizioni in materia di Mercati Finanziari. Un commento preliminare alla disciplina degli intermediari e dei mercati*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 21, Roma, 1998, p. 130.

³⁰¹ A proposito cfr. ANNUNZIATA, op. ult. cit., cit., p. 499; si veda altresì MARCHETTI, op. ult. cit., cit., p. 740.

³⁰² Si rinvia all'articolo 2, comma 3, lett. c) del d.lgs. n. 84/1992.

³⁰³ Si veda a proposito l'articolo 7, comma 4 del d.lgs. n. 84/1992.

Sgr o una società di gestione armonizzata, solo se ricorrono determinate condizioni e lo statuto lo preveda; infine, in armonia con l'articolo 50, comma 1, le società di investimento analizzate possono demandare specifiche scelte di investimento o specifiche funzioni ad altri intermediari, applicandosi alle stesse i commi 3 e 4 dell'articolo 33 del t.u.f..³⁰⁴

Per quanto attiene gli art. 43, comma 7 e 50, comma 1, questi introducono delle disposizioni non facili da combinare e conciliare all'interno del sistema normativo. Rileva, inoltre, che parte dell'orientamento interpretativo della dottrina ritiene superato il disposto dell'art. 43, comma 7, il quale pare esser stato *abrogato tacitamente* dalle direttive comunitarie *in subiecta materia*.³⁰⁵

Sotto altro profilo, un ruolo particolare è riservato alle *Sicav multicomparto*,³⁰⁶ che vengono regolate nella prospettiva di diversificare maggiormente e rendere più flessibile l'offerta di prodotti, rispondendo alle varie esigenze degli investitori. La costituzione delle Sicav multicomparto è stata resa possibile dall'introduzione nel Testo Unico dell'allargamento delle possibilità operative delle Sicav rispetto a quanto disposto dal d.lgs. 84/1992. Quest'ultimo, infatti, prevedeva, oltre ad un oggetto sociale limitato "all'investimento collettivo in valori mobiliari del patrimonio raccolto" (art. 1, comma 1), la possibilità per tali società di investimento di poter "acquistare i beni mobili ed immobili indispensabili all'esercizio della sua attività" (art. 7, comma 6, lett. a)) e di "contrarre prestiti per l'acquisto di beni immobili indispensabili alla prosecuzione della sua attività" (art. 7, comma 6, lett. b)). In questa logica sistematica, il t.u.f. ha disposto la possibilità per le Sicav di poter svolgere "le attività connesse o strumentali indicate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob" (art. 43, comma 6 del TUF), nonostante rimanga l'obbligo per *lo statuto* di prevedere "come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni" (art. 43, comma 1, lett. f) del TUF). Da qui, la diversificazione dell'offerta, derivante dalla possibilità affidata allo statuto di prevedere "l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni", *rapportata alle diverse esigenze d'investimento, secondo lo schema dell'umbrella fund*³⁰⁷ adottato in altri ordinamenti;³⁰⁸ "in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti" (art. 45, comma 6, lett. c) del TUF).

Pertanto, aumenta la gamma di opportunità tra cui l'investitore può scegliere: vengono ad esistere *molteplici linee di gestione*, per cui, *in sede di emissione azionaria*, si può optare sulla base delle proprie condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali e della preferenza in merito al binomio rischio-rendimento. L'introduzione delle Sicav multicomparto è divenuta un'esigenza nel momento in cui è iniziata nel nostro Paese *la commercializzazione di quote di*

³⁰⁴ Per quanto riguarda l'art. 33, comma 3 del TUF, esso prevede che: "La Sgr può affidare specifiche scelte di investimento a intermediari abilitati a prestare servizi di gestione di patrimoni, nel quadro di criteri di allocazione del risparmio definiti di tempo in tempo dal gestore"; l'art. 33, comma 4 del TUF stabilisce che: "La Sgr può delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti la prestazione dei servizi di cui ai commi 1 e 2", ossia i servizi inerenti alla prestazione del servizio di gestione collettiva, "con modalità che evitino lo svuotamento della società stessa, ferma restando la sua responsabilità nei confronti dei partecipanti al fondo per l'operato dei soggetti delegati".

³⁰⁵ Cfr. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, vol. 16, I, UTET, Torino, 2008, p. 81 ss.; in generale si veda ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, cit. pp. 499-500.

³⁰⁶ Cfr. RECINE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 47.

³⁰⁷ Cfr. RECINE, op. ult. cit., cit., p. 17.

³⁰⁸ Cfr. SEPE, op. ult. cit., cit., p. 105.

*Sicav multicomparto "comunitarie", che si caratterizzavano per la suddivisione del patrimonio in una pluralità di portafogli, singolarmente connotati da uno specifico programma di investimento e da una distinta serie di azioni.*³⁰⁹ Viene da sé la necessità di introdurre delle *Sicav multicomparto di diritto italiano*, per evitare il ricorso a *filiali o consociate comunitarie*, prevalentemente lussemburghesi, da parte di operatori italiani intenti nella costituzione di una *Sicav multicomparto da commercializzare in Italia*.³¹⁰ Poiché quanto finora enunciato impatta su tutti i livelli della Sicav, da quello organizzativo a quello contabile e gestionale, il legislatore ha stabilito nel t.u.f. che, in tale fattispecie, "ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti" (art. 43, comma 8).³¹¹ Per concludere l'analisi di tale aspetto della disciplina, è il caso di sottolineare che quanto disposto dal Testo Unico non è in contraddizione con quanto predisponiva il d.lgs. 84/1992, nel momento in cui quest'ultimo sanciva il divieto di emettere "categorie di azioni fornite di diritti diversi"; infatti, quando si parlava di "diritti diversi" ci si riferiva a quelli di natura patrimoniale ed amministrativa. È evidente che, pertanto, tale divieto non è violato se le categorie di azioni fornite di diritti diversi, emesse nell'ambito della Sicav multicomparto, presentano uno *stesso regime di circolazione (nominativo o al portatore)*, *la medesima attribuzione di una stessa posizione in assemblea* e *l'assenza di privilegi*.³¹²

Per quanto attiene lo scioglimento e la liquidazione, alle Sicav non si applica l'articolo 2484, primo comma, nn. 4 e 5, del codice civile. È prevista, invece, un'alternativa che provoca lo scioglimento: quando il capitale della Sicav si riduce al di sotto della misura determinata dalla Banca d'Italia (art. 43, comma 1, lett. c)) e permane tale per un periodo di sessanta giorni. Il termine è sospeso qualora sia iniziata una procedura di fusione con altra Sicav (art. 48, comma 1 del TUF).

"Gli atti per i quali è prevista la pubblicità dall'articolo 2484, commi terzo e quarto, del codice civile devono essere anche pubblicati sui quotidiani previsti dallo statuto e comunicati alla Banca d'Italia nel termine di dieci giorni dall'avvenuta iscrizione nel registro delle imprese". "La nomina, la revoca e la sostituzione dei liquidatori spetta all'assemblea straordinaria", mentre alla Banca d'Italia devono essere "preventivamente comunicati il piano di smobilizzo e quello di riparto". I liquidatori provvedono a liquidare l'attivo della società nel rispetto delle disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia". "Il bilancio di liquidazione è sottoposto al giudizio del soggetto incaricato della revisione legale dei conti ed è pubblicato sui quotidiani indicati nello statuto". "La banca depositaria procede, su istruzione dei liquidatori, al rimborso delle azioni nella misura prevista dal bilancio finale di liquidazione" (art. 48, comma 2, 3, 4, 5 e 6 del TUF).³¹³

Infine, a disciplinare la fusione e la scissione interviene l'articolo 49, comma 1 del t.u.f.: una Sicav non può trasformarsi in un organismo diverso da una Sicav. *In tal modo viene posto, in*

³⁰⁹ Cfr. QUIRICI, op. ult. cit., cit., p. 260.

³¹⁰ Cfr. ANTONUCCI, op. ult. cit., cit., p. 89.

³¹¹ Cfr. BELLI-BERLINGUER-CIRILLO, *Le società di investimento a capitale variabile, commento agli artt. 43-50 del Dlgs 58/1998, Il testo Unico della Finanza*, a cura di Belli, Mazzini e Tedeschi, Il Sole 24 Ore libri, Milano, 1998, p. 75 ss.

³¹² Cfr. LA VECCHIA, *Commento all'art. 43: la SICAV multicomparto e il D.Lgs. 84/92*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, cit., pp. 337-338.

³¹³ Cfr. PALLINI, *Commento all'art. 48*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 363-365.

*modo perentorio, un esplicito divieto di trasformazione, mentre restano possibili fusioni e scissioni omogenee, secondo le procedure codicistiche.*³¹⁴ Il progetto di fusione o quello di scissione sono sottoposti alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia, che la rilascia sentita la Consob, e senza la quale non si può dar corso alle iscrizioni nel registro delle imprese, previste dal codice civile (art. 49, comma 3 e 4 del TUF).³¹⁵

L'affermazione delle società d'investimento a capitale variabile rientra all'interno del mondo del risparmio gestito: *un mondo ampio in cui le sottili distinzioni che separano i vari strumenti di investimento tra di loro sono principalmente legate sia alle modalità di gestione e raccolta ma anche dal punto di vista giuridico e fiscale.*³¹⁶

Sotto quest'ultimo profilo, si è dovuto attendere molto tempo prima di giungere ad un allineamento con quanto previsto negli altri Paesi comunitari: infatti, con l'approvazione della riforma della tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), resa possibile grazie alle previsioni contenute nell'art. 2, commi da 62 a 79, del decreto legge n. 225/10, dal 1° luglio del 2011, *gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) di diritto italiano e i fondi lussemburghesi c.d. "storici" non sono più soggetti all'imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione e la tassazione avviene in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi.* Più in particolare, in precedenza l'imposizione era sui redditi "maturati" direttamente a carico del fondo, mentre oggi si applica una tassazione in capo ai partecipanti al momento del riscatto, liquidazione o cessione delle quote o azioni. Per mezzo di tale riforma, si è cercato di raggiungere quell'obiettivo tanto ricercato dall'industria dei risparmio gestito, il *level playing field*, equiparando il trattamento fiscale degli organismi di investimento italiani a quello degli OICVM comunitari e conformi alla direttiva comunitaria 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009.³¹⁷

Prima dell'emanazione del Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di gestione collettiva del risparmio le Sicav erano scarsamente diffuse nel nostro territorio.

Le determinanti di tale circostanza erano prevalentemente di natura fiscale, per il disallineamento rispetto agli altri Paesi comunitari, oggi ad ogni modo superato grazie alla riforma sopra menzionata. Tuttavia, non si esaurivano a ciò. La situazione era maggiormente complessa: infatti, *erano imposti alle Sicav dei requisiti piuttosto gravosi attinenti al capitale sociale, all'organizzazione amministrativa e contabile e ai controlli interni. Il rigore normativo italiano ha reso più allettante la prospettiva di recarsi all'estero per costituire Sicav o, in alternativa, a parità di rigore dei requisiti autorizzativi, di costituire in Italia società di gestione, non avendo quest'ultima il vincolo dell'esclusività dell'oggetto sociale, come approfondito nel precedente paragrafo.* Con il recepimento delle direttive relative agli organismi di investimento collettivo (Ucits III), attuate tramite il suddetto Regolamento della Banca d'Italia, la situazione è migliorata: accanto alle Sicav "autogestite" già disciplinate, sono state introdotte le Sicav "eterogestite", denominate nel t.u.f. "Sicav che designano una

³¹⁴ Cfr. QUIRICI, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, cit., p. 263.

³¹⁵ Cfr. MARZOVILLO, *Commento all'art. 49*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 368-369.

³¹⁶ Cfr. SELLA, *Tra Fondi "hedge" e Sicav*, in *La Repubblica-Affari&Finanza*, 18 Ottobre 2004, cit., p. 46.

³¹⁷ Cfr. ASSOGESTIONI, *Fondi aperti e Sicav. La riforma della tassazione dei fondi italiani*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,768,0,49,html/fondi-aperti-e-sicav>.

Sgr o società di gestione armonizzata”, ed inoltre tali direttive hanno impattato sia sulla composizione del prodotto che diviene più sofisticato sia sull’organizzazione del veicolo.³¹⁸

Tuttavia, in Italia lo sviluppo di tale organismo d’investimento collettivo appare limitato se si considerano altri Paesi comunitari.

Rileva, in tale prospettiva, il mercato lussemburghese che rappresenta *la più grande piazza di fondi d’investimento al mondo dopo gli Stati Uniti*. Molti sono i punti di forza riscontrabili in questo Paese membro dell’Unione Europea che hanno permesso lo sviluppo dell’industria dei fondi e delle Sicav. In primis, ha rivestito un ruolo fondamentale in tale direzione *il quadro politico e regolamentare del Granducato, proteso allo sviluppo del business, che ha consentito di affrontare al meglio le continue sfide proposte da un mercato sempre più regolamentato*. La stabilità politica e la costante crescita economica hanno reso il Lussemburgo il Paese con il più alto prodotto interno lordo pro capite e con il più basso debito pubblico. Ancora. *Il regime fiscale competitivo, la forza lavoro altamente qualificata e multilingue, la normativa in tema di antiriciclaggio nonché il continuo lavoro del Legislatore per promuovere il Granducato come un Paese on-shore pienamente regolamentato sono tutti fattori che rendono il Lussemburgo un paese a cui gli investitori guardano con particolare e costante interesse.*³¹⁹

Quanto esposto finora ci ha permesso di ricondurre le Sicav tra gli strumenti del risparmio gestito, in quanto idonee ad assolvere una funzione economica che presenta molte analogie con quella dei fondi comuni: esse permettono anche ai piccoli risparmiatori di *effettuare degli investimenti di non rilevante entità, beneficiando tuttavia delle economie di dimensione e della competenza professionale del “gestore”, in modo da realizzare un contenimento dei rischi legati all’oscillazione dei corsi dei titoli azionari ed obbligazionari caratterizzati da maggiore volatilità dei prezzi*. Come già osservato però nella Sicav, al contrario dei fondi,³²⁰ il soggetto che sottoscrive una quota diviene anche azionista della società e, dunque, in sede assembleare può intervenire, incidendo sulla gestione sociale.³²¹

*Al contrario dei fondi contrattuali destinati ad un pubblico più vasto e frazionato, le Sicav potrebbero essere in grado di aggregare le esigenze di un numero più limitato di investitori con una maggiore sensibilità alle performance della gestione ed eventualmente interessate, accanto all’investimento di natura obbligazionaria, a programmi di investimento mirati su determinati comparti industriali favorendo per questa via il processo di accumulazione di determinate aree geografiche o filiere produttive.*³²²

³¹⁸ Cfr. GENTILI, *Le Sicav eterogestite di diritto italiano: una nuova opportunità?*, in *Bancaria*, v. 62, f. 4, 2006, cit., p. 44.

³¹⁹ Cfr. BONN STEICHEN & PARTNERS, *I punti di forza del Lussemburgo*, in *I veicoli d’investimento in Lussemburgo*, Marzo 2014, cit., p. 5; sul punto si vedano altresì GENTILI-MASTRANGELO, *Il mercato Lussemburghese delle Sicav: tendenze e prospettive*, in *Bancaria*, v. 63, f. 1, 2007, pp. 96-10.

³²⁰ Cfr. GIRINO, *Fondi comuni e SICAV. Quali differenze?*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11, 1995, p. 645 ss.

³²¹ Cfr. QUIRICI, op. ult. cit., cit., pp. 263-264.

³²² Cfr. ROSSI, *Le società di investimento a capitale variabile: nuove opportunità nel settore del risparmio gestito*, in *Rivista Milanese dell’Economia*, f. 42, 1992, cit., p. 58.

SEZIONE II: I gestori residuali del risparmio

2.3 La previdenza complementare: i fondi pensione

Nell'esperienza italiana, a partire dagli anni Novanta, il sistema previdenziale ha subito delle profonde modifiche. Tale cambiamento è stato provocato da due fattori principali, riconducibili *all'aumento della durata della vita media*, a cui è corrisposto *l'allungamento del periodo di pagamento delle pensioni*, e al *rallentamento della crescita economica*, che ha comportato una *riduzione dell'ammontare dei contributi necessari a pagare le pensioni*. Viene da sé che *le "nuove" pensioni saranno nel tempo sempre più basse in rapporto all'ultima retribuzione percepita*.³²³

Da qui l'esigenza di introdurre ed incentivare il ricorso al secondo pilastro del sistema previdenziale: la previdenza complementare o integrativa. In effetti, in tutte le economie avanzate, tra cui l'Italia, è riscontrabile *un modello previdenziale misto o a più "pilastri"*, caratterizzato dalla *coesistenza di sistemi di previdenza obbligatoria*, che garantisce la pensione di base a tutti i cittadini, e *sistemi di previdenza complementare*, a cui è possibile aderire per usufruire di una *pensione aggiuntiva a quella pubblica*.³²⁴

Ciò posto, introdurre la previdenza complementare significa fornire *lo strumento ideale per obiettivi di lungo termine, perché il fondo pensione*, ossia la principale forma di previdenza integrativa, *è come un piano di accumulo che riesce a coniugare trasparenza, liquidità ed efficienza fiscale grazie a una tassazione favorevole di cui altre forme di risparmio non beneficiano*. Inoltre, *consente di coniugare gli investimenti più efficienti in termini di rischio rendimento di lungo periodo*.³²⁵

L'importanza ricoperta dalla materia trattata in tale sede richiede necessariamente la ricostruzione delle tappe più significative che hanno impattato sulla materia e che hanno condotto alla situazione attuale. I fondi pensione nel nostro ordinamento possono essere considerati dei gestori residuali del risparmio: ciò sia per l'ammontare ridotto delle masse gestite rispetto alle Sgr italiane che per il fatto che il Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 Febbraio n. 58/1998) non li inserisce tra i soggetti a cui riserva la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, ma al riguardo predispone solo che le "Sgr possono istituire e gestire fondi pensione" (art. 33, comma 2, lett. b)).

Quest'ultimi sono stati istituiti con il d.lgs. del 21 Aprile 1993, n. 124³²⁶, che disciplina le forme pensionistiche complementari a norma dell'articolo 3, comma 1, lettera v) della legge 23 Ottobre 1992, n. 421.³²⁷ Tale decreto ha costituito un'innovazione di notevole rilievo nel

³²³ Cfr. COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *Perché la previdenza complementare*, in *Guida introduttiva alla previdenza complementare*, Luglio 2013, cit., p. 5.

³²⁴ Cfr. ASSOGESTIONI, *Previdenza obbligatoria e previdenza complementare*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,457,0,49,html/previdenza-obbligatoria-e-previdenza-complementare>

³²⁵ Cfr. LOSER, *Il risparmio si costruisce con la previdenza*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, Anno 2, Num. 3, Marzo 2014, cit., p. 20.

³²⁶ Il d.lgs. è stato pubblicato nella *G.U. del 27 Aprile del 1993, n. 40*, ed è entrato in vigore il 28 Aprile 1993. Si rimanda in tal senso a <http://www.covip.it/wp-content/uploads/D-lgs-n-124-del-1993.pdf>.

³²⁷ Per quanto attiene la legge del 1992, si veda DESIDERIO, *I fondi pensione. Profili giuspubblicistici*, in *I fondi pensione. Problemi e prospettive*, a cura di Manghetti, Giuffrè, Milano, 1997, p. 25 ss.; PACE, *La*

sistema previdenziale italiano poiché ha introdotto la prima disciplina organica delle “forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico”. *Tali forme di previdenza, denominate fondi pensione, consentono di realizzare piani pensionistici complementari attraverso il sistema della capitalizzazione con una gestione professionale del risparmio previdenziale.*³²⁸

L'esigenza di introdurre una disciplina organica in tema di previdenza complementare deriva dalla Riforma Amato, introdotta con il d.lgs. 30 Dicembre 1992, n. 503, con la quale vengono apportate determinate modifiche innovative che, da una parte, hanno contribuito all'avvio del *processo di armonizzazione delle regole tra i diversi regimi previdenziali*, ma, dall'altra, *hanno determinato una riduzione del grado di copertura pensionistica rispetto all'ultimo stipendio percepito*. Tra le principali novità rilevano: *l'innalzamento dell'età per la pensione di vecchiaia, e si estende gradualmente, fino all'intera vita lavorativa, il periodo di contribuzione valido per il calcolo della pensione; le retribuzioni prese a riferimento per determinare l'importo della pensione vengono rivalutate all'1 per cento, che è una percentuale nettamente inferiore a quella applicata prima della riforma; la rivalutazione automatica delle pensioni in pagamento viene limitata alla dinamica dei prezzi (e non anche a quella dei salari reali).*³²⁹

Consegue il d.lgs. del 21 Aprile 1993, n. 124 che distingue il profilo istitutivo, previsto dall'articolo 3, dal profilo costitutivo e autorizzativo dei fondi pensione, disciplinato dall'articolo 4.³³⁰

Il legislatore nel 1993 ha cercato di dettare delle disposizioni volte a demarcare il confine tra la previdenza pubblica obbligatoria e quella complementare volontaria, facendo riferimento in particolare ai *criteri che dovevano guidare le prestazioni, ovvero la capitalizzazione e la corrispettività* ed, inoltre, prevedendo il rinvio alle fonti costitutive, come disposto dall'articolo 7, comma 6, del suddetto d.lgs., ha portato avanti quel processo volto a definire il campo di azione tra le due forme di previdenza, portando alla luce le differenze delle fonti nella previdenza complementare rispetto a quella pubblica: *le fonti istitutive, infatti, nel 1993 erano essenzialmente quelle collettive, mentre nella previdenza pubblica è la legge.*³³¹

In tale contesto normativo viene istituita anche la Covip, ossia la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, che era *incardinata presso il Ministero del lavoro ed era priva di personalità giuridica*. L'apparato di vigilanza, tuttavia, presentava delle debolezze poiché ai suoi membri non venivano richiesti specifici requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza. Inoltre, i componenti della Covip erano tutti di provenienza ministeriale, ad eccezione di cinque esperti e dei rappresentanti delle altre autorità di vigilanza.³³²

previdenza complementare in Italia alla luce della nuova normativa, in *Le prospettive di sviluppo nei fondi pensione in Italia*, a cura di Gabrielli e Lanzoni, Egea, Milano, 1994, p. 131 ss.

³²⁸ Cfr. ASSOGESTIONI, *Previdenza e fondi pensione aperti- L'assetto regolamentare*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006, cit., pp. 119-120.

³²⁹ Cfr. COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia*, in http://www.covip.it/wp-content/uploads/Evoluzione_sistema.pdf, cit., p. 3.

³³⁰ Cfr. DEL PRATO, *Inquadramento privatistico dei fondi pensione*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010, p. 57.

³³¹ Cfr. CIOCCA, *Le prestazioni*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010, cit., p. 337.

³³² Cfr. CAPOLINO, *Le autorità*, in AA. VV., *Diritto delle Banche e degli Intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Cedam, Padova, 2008, cit., p. 240.

In tale prospettiva, va inserita anche la Riforma Dini del 8 Agosto 1995 n. 335³³³ con cui dal sistema retributivo, nel quale *la pensione corrisponde a una percentuale dello stipendio del lavoratore*, si è passati gradualmente a quello contributivo, nell'ambito del quale *l'importo della pensione dipende dall'ammontare dei contributi versati dal lavoratore nell'arco della vita lavorativa*. In linea con la Riforma Dini viene attribuita anche *personalità giuridica alla Covip*, vengono modificati sia la sua *composizione* che i suoi *criteri di nomina* dei propri componenti e le viene riconosciuta *piena autonomia organizzativa*.³³⁴

In tale contesto logico, le riforme degli anni Novanta hanno aumentato la capacità della pensione pubblica di *consentire il mantenimento del tenore di vita goduto durante l'attività lavorativa* e, allo stesso tempo, hanno introdotto un *modello previdenziale "misto"*, articolato in tre pilastri: *il primo preesistente, pubblico, obbligatorio, a ripartizione e a regime contributivo*; *il secondo collettivo, volontario, a capitalizzazione individuale e a calcolo attuariale*, complementare al primo; infine, *il terzo privato, volontario, a capitalizzazione individuale e a calcolo attuariale*.³³⁵

Le suddette riforme se, da una parte, hanno permesso al sistema previdenziale di evolversi, nonostante l'incremento della spesa pensionistica pubblica, dovuto essenzialmente *all'aumento dell'invecchiamento della popolazione*, alla *recessione economica* e a *scelte tecnico-politiche poco corrette*,³³⁶ dall'altra, hanno mostrato determinati limiti. Tra questi rilevano il fatto che venisse scaricato sulle generazioni future *l'onere della riforma* e, dunque, *il peso del sistema previgente*, la circostanza in base alla quale per ottenere un'ulteriore pensione, complementare alla prima, fosse necessaria *una contribuzione aggiuntiva*, ed infine, che fossero richiesti *interventi di contenimento degli effetti del sistema di rivalutazione delle pensioni nel corso del tempo*, i quali hanno condotto ad un *depauperamento delle pensioni medesime a partire dalla data di pensionamento*.³³⁷

In tale prospettiva, sotto un profilo più strettamente giuridico vanno segnalati il d.lgs. 47 del 2000,³³⁸ emesso sulla base della delega contenuta nell'articolo 3 della legge n. 133 del 1999, che ha posto in essere la riforma fiscale della previdenza complementare, e la Legge delega 243 del 2004, la cosiddetta Riforma Maroni, che dispone l'innalzamento graduale dell'età pensionabile ed introduce misure di sostegno della previdenza complementare, conferendo *unitarietà e omogeneità della vigilanza sul settore attribuita alla Covip*.³³⁹ Con il Decreto Legislativo 252 del 2005³⁴⁰, viene data attuazione alla predetta Legge delega, sostituendo interamente il Decreto Legislativo 124 del 1993, e viene *intrapreso un processo di adeguamento dei fondi pensione preesistenti*, caratterizzati da un spiccata eterogeneità, al

³³³ Si tratta della *Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare*, pubblicata in G.U. del 16 Agosto 1995, n. 101.

³³⁴ Cfr. CAPOLINO, op. ult. cit., cit., p. 240.

³³⁵ Cfr. SARTI, *Fondi pensione. Passato, presente, futuro*, Franco Angeli, Collana La Società, Milano, 2007, cit., p. 30.

³³⁶ Cfr. MORASSUT, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014

³³⁷ Cfr. SARTI, op. ult. cit., cit., p. 31.

³³⁸ Al riguardo cfr. DI TANNO, *La titolarizzazione del TFR per alimentare i fondi pensione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. 26, f. 4, p. 1, 1999, pp. 451-476.

³³⁹ Cfr. COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia*, cit., pp. 3-4.

³⁴⁰ Per quanto concerne il Decreto 5 Dicembre 2005 n. 252 sulla *"Disciplina delle forme pensionistiche complementari"*, pubblicato nella G.U. del 13 Dicembre 2005 n. 289 S.O. n. 200, si rimanda a <http://www.covip.it/wp-content/uploads/A.016.Decreto-2524.pdf>.

*modello degli organismi di nuova istituzione secondo un processo scadenziato temporalmente, al fine di “livellare il campo da gioco”.*³⁴¹

Il suddetto decreto riforma il sistema di previdenza complementare italiano, predisponendo *un riordino dell'intero corpus normativo della previdenza complementare al fine di consentire un effettivo e definitivo decollo dei prodotti del secondo pilastro delle pensioni attraverso l'eliminazione degli ostacoli che ad oggi impediscono la parità competitiva di tutte le forme pensionistiche complementari e la piena portabilità delle posizioni individuali degli aderenti nell'ambito dell'intero sistema.*³⁴² Tra i principali provvedimenti del d.lgs. 252/2005 meritano

di essere menzionati sia quello in base al quale il Tfr è conferito, salvo diversa disposizione del lavoratore, a forme di previdenza complementare (art. 8) sia quello che prevede l'ampliamento dei poteri di vigilanza della Covip, che non acquista maggiore autonomia, su tutte le forme pensionistiche complementari. In particolare, il Ministero del Lavoro e delle politiche sociali continua a vigilare sulla Covip ed “esercita l'attività di alta vigilanza sul settore della previdenza complementare mediante l'adozione, di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze, di direttive generali alla Covip, volte a determinare le linee di indirizzo in materia di previdenza complementare” (art. 18, comma 1 del d.lgs. 252/2005).

Inoltre, “Il Presidente della Covip tiene informato il Ministro del Lavoro e delle politiche sociali sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo e gli trasmette le notizie ed i dati di volta in volta richiesti” (art. 18, comma 4 del d.lgs. 252/2005). È appena il caso di far presente che nel compiere la propria attività, la Covip deve perseguire “la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari, avendo riguardo alla tutela degli iscritti e dei beneficiari e al buon funzionamento del sistema di previdenza complementare. La Covip ha personalità giuridica di diritto pubblico” (art. 18, comma 1 del d.lgs. 252/2005).

Si configura, dunque, un sistema di previdenza complementare che si basa sulla raccolta dei contributi dai fondi pensione, principalmente quelli negoziali, che rappresentano in Italia la prima forma di previdenza complementare per numero di iscritti,³⁴³ incluso il Tfr maturando appunto, per poi investirli sui mercati finanziari tramite degli intermediari specializzati.

Il suddetto decreto si occupa anche di *disciplinare i limiti e le modalità di investimento delle risorse, i criteri di ripartizione dei rischi e le regole in materia di conflitti di interesse dei fondi pensione negoziali e aperti*; questi aspetti, tuttavia, vengono definiti anche dal decreto del Ministero dell'economia del 21 Novembre 1996 n. 703. *Per i piani individuali di previdenza le modalità di gestione delle risorse ed i limiti di investimento sono definiti dal d.lgs. n. 209/2005 (codice assicurazioni).*³⁴⁴

Una posizione di particolare attualità è rivestita dal D.M. n. 703/1996, che ha subito una profonda revisione, dando vita al cosiddetto “Nuovo 703”, nato in seguito al recepimento della direttiva 2003/41/CE sui fondi pensione (EPAP).³⁴⁵ La fonte normativa dello stesso è

³⁴¹ Cfr. ROCCO, *Fondi pensione preesistenti: processo di adeguamento*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 15, 2012, cit., p. 986.

³⁴² Cfr. ASSOGESTIONI, *Previdenza e fondi pensione aperti- L'assetto regolamentare*, cit., p. 115.

³⁴³ Cfr. GIURO, *Fondi pensione negoziali: rapporto annuale*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 4, 2012, cit., p. 272.

³⁴⁴ Cfr. ROCCO, *Investimenti dei fondi pensione e conflitti d'interesse*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 31, 2012, cit., p. 1961.

³⁴⁵ Cfr. MICOCCI e LIKA, *Criteri e limiti agli investimenti dei Fondi pensione*, in *Dirigenza Bancaria*, n. 158, 2012, pp. 29- 33.

riscontrabile nell'articolo 6, comma 5-bis del d.lgs. 252/2005: "Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e della previdenza sociale, sentita la Covip, sono individuati: le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità, avendo presente il perseguimento dell'interesse degli iscritti, eventualmente fissando limiti massimi di investimento qualora siano giustificati da un punto di vista prudenziale; i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari; le regole da osservare in materia di conflitti di interesse tenendo conto delle specificità dei fondi pensione e dei principi di cui alla direttiva 2004/39/CE, alla normativa comunitarie di esecuzione e a quella nazionale di recepimento". Dopo una prima consultazione del decreto nel 2008, fallita per via della crisi economica, si ne è avuta una seconda nel 2012 su un testo rinnovato. Il D.M. 703/1996 si colloca in un contesto troppo retrogrado, nel quale né l'introduzione della moneta unica né il Testo Unico della Finanza avevano ancora impattato. Di conseguenza, il suddetto decreto presenta degli elementi che lo rendono poco moderno, quali *l'elencazione degli investimenti ammissibili e i vincoli quantitativi*. Queste due caratteristiche, in effetti, creano dei *problemi definitivi* e, dunque, *una scarsa dinamicità regolamentare e rigidità nella gestione dei fondi pensione*.

Da qui, l'esigenza di un nuovo Testo normativo, che si focalizzerà principalmente sugli aspetti qualitativi inerenti alla *capacità di gestione e al controllo dei fondi pensione*, senza tralasciare del tutto quelli quantitativi, il cui fine primario riguarda la *tutela degli iscritti alla previdenza complementare attraverso una declinazione articolata del principio della persona prudente*. In linea con quest'ultimo principio, sono consentite tutte le operazioni tranne quelle vietate, l'articolazione dei criteri d'investimento è basata *sull'ottimizzazione della combinazione rischio/rendimento, sull'adeguata diversificazione del portafoglio e sull'efficiente gestione dello stesso*, è richiesta molta attenzione alle strutture e alle procedure organizzative, professionali e tecniche ed, infine, sono necessari il *rispetto del principio di proporzionalità tra l'organizzazione e la complessità del portafoglio, la coerenza con la politica d'investimento e la verifica dei parametri di riferimento (benchmark)*.³⁴⁶ Occorre prendere in considerazione dei parametri oggettivi e confrontabili per valutare la redditività dei fondi pensione ed è necessario che tali parametri siano anche coerenti con la politica d'investimento. Va tenuto presente che ciò rappresenta una vera novità, poiché testimonia la volontà di rendere *le gestioni maggiormente attive*, dando la possibilità al fondo stesso di scegliere i propri criteri di valutazione e, dunque, permettendo una maggiore *sensibilizzazione*.³⁴⁷

Le prospettive e le opportunità per l'allocazione dei portafogli dei fondi pensione, caratterizzati attualmente dalla *predominanza dei titoli di Stato*, dalla *limitata esposizione azionaria* e dalla *scarsa attenzione ai mercati regolamentati*, fanno riferimento al maggiore interesse per gli *investimenti meno liquidi e per i fondi chiusi mobiliari o immobiliari e alternativi (hedge funds)* e alle opportunità di *diversificazione nei mercati emergenti*.³⁴⁸

³⁴⁶ Cfr. RUGGIERO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

³⁴⁷ Cfr. CAPUANO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

³⁴⁸ Cfr. RUGGIERO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, cit.

L'investimento nelle gestioni alternative può consentire un notevole *miglioramento dell'efficienza della gestione con uno sviluppo anche nel nostro Paese dello strumento*. Tutto ciò sempre garantendo la *tutela "corretta" degli investitori*.³⁴⁹ L'investimento in *asset class* alternative offre dei benefici in termini di rendimento atteso, non soltanto grazie alla maggiore diversificazione del portafoglio ma anche perché spesso tali investimenti offrono la possibilità di ottenere *rendimenti in controtendenza rispetto a quelli conseguiti dalle altre asset class tradizionali*. Occorre essere in grado, tuttavia, di misurare i rischi che possono essere connessi a tali investimenti e che generalmente riguardano la *scarsa liquidità, la minore trasparenza e la difficoltà di valutazione*.

A tal proposito, bisogna sottolineare che con il nuovo decreto la Covip acquista un ruolo ancor più rilevante, poiché essa diviene la destinataria di tutte le comunicazioni che i fondi pensione devono effettuare inerenti ai *parametri di riferimento per la verifica dei risultati di gestione, alle politiche e alle procedure per il monitoraggio, alla gestione e al controllo dei rischi e alla descrizione della struttura organizzativa, professionale e tecnica, mostrando la loro compatibilità e coerenza con la politica d'investimento*. Inoltre, è previsto che i consiglieri di amministrazione cerchino di *individuare e, conseguentemente, gestire i conflitti d'interesse* per evitare che gli stessi abbiano un effetto negativo sugli interessi degli aderenti.

350

Il "nuovo 703" dà enfasi non tanto all'oggetto dell'investimento ma *al come si investe* e permette ai fondi pensione di estendere la gamma delle possibilità di investimento in modo innovativo, facendo sperare che tale previsione normativa rappresenti *il momento d'avvio del rilancio della previdenza complementare in tema di investimenti*, essendo ad oggi presenti *le condizioni normative e gli indirizzi di vigilanza giusti ed adeguati per fare ciò*.³⁵¹

A tali eventi normativi si aggiunga che nel 2012 la Covip, con la Deliberazione del 16 Marzo 2012,³⁵² ha emanato "Disposizioni per l'attuazione della politica degli investimenti", in base alla quale i fondi pensione sono chiamati a redigere un documento sulla politica d'investimento, volto a favorire la realizzazione di *una corretta strategia d'investimenti*, che permetta di individuare delle *combinazioni rischio-rendimento efficienti e coerenti con i bisogni previdenziale degli aderenti*. Assogestioni, al fine di agevolare le società che istituiscono e gestiscono fondi pensione aperti nell'implementazione del Documento sopra citato, ha predisposto *un apposito Schema esemplificativo*, che non deve configurarsi come uno *standard per le associate, ma si limita, piuttosto, a riportare alcune considerazioni di carattere generale e spunti di riflessione per la declinazione dei contenuti del Documento, con particolare riferimento ad alcune delle disposizioni impartite dalla Covip*. La redazione dello Schema esemplificativo è avvenuta *con riferimento alle caratteristiche e alle specificità dei soli fondi pensione aperti*; questi ultimi, in effetti, si rivolgono *a una platea indefinita di*

³⁴⁹ Cfr. GIURO, *Fondi pensione e gestioni alternative*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 25, f. 6, 2008, cit., p. 425.

³⁵⁰ Cfr. MICOCCI e LIKA, op. ult. cit., cit., p. 31.

³⁵¹ Cfr. CAPUANO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, cit.

³⁵² Riguardo alla *Deliberazione del 16 marzo 2012 "Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento"*, pubblicata in G.U. del 29 marzo 2012 n. 75, si rimanda a http://www.covip.it/wp-content/uploads/Deliberazione-16_03_20121.pdf.

*potenziali investitori, eterogenea sotto i profili della provenienza, degli obiettivi di investimento, del livello di retribuzione, nonché del tasso di sostituzione atteso.*³⁵³

La notevole disciplina che regola i fondi pensione predispone un quadro che ci fa comprendere l'importanza che tali strumenti del risparmio gestito ricoprono all'interno del nostro ordinamento. Oltre ad essere il principale mezzo tramite cui la previdenza complementare si manifesta, "essi sono chiamati a svolgere un ruolo essenziale ai fini dell'integrazione, dell'efficienza e della liquidità dei mercati finanziari".³⁵⁴ Essi svolgono una funzione finanziaria, nel momento in cui *intermediano il risparmio previdenziale dei lavoratori con i mercati finanziari italiani ed internazionali*, incrementando liquidità ed efficienza attraverso gli investimenti. Ma, oltre a tale compito istituzionale, assolvono anche una funzione di tipo economico, poiché supportano l'economia reale attraverso *investimenti delle risorse gestite in strumenti finanziari che hanno una ricaduta positiva nell'economia del territorio medesimo*, si tratta dei cosiddetti *investimenti "locali"*.³⁵⁵

Mentre in precedenza, in ossequio con il d.lgs. n. 124/1993, il sistema di previdenza complementare offriva due tipologie di fondi, quelli chiusi e *di natura contrattuale ed associativa*, e quelli aperti, *a carattere individuale e frutto dell'iniziativa di uno dei soggetti abilitati alla gestione dei fondi pensione*, il d.lgs. n. 252/2005 ha modificato le forme pensionistiche complementari. Ha distinto, infatti, tra *offerta soggetta ad adesione collettiva*, tra cui rientrano i fondi *negoziali, o chiusi*, cioè riservati ai soli lavoratori autonomi e subordinati, previsti dagli specifici accordi o contratti collettivi che contemplano l'istituzione di tali fondi e la cui adesione, al contrario di quelli aperti, non è libera,³⁵⁶ i fondi *preesistenti e quelli aperti (FPA) ad adesione collettiva, e quella ad adesione individuale*, all'interno della quale si riscontrano i *fondi pensione aperti ad adesione individuale e le forme pensionistiche individuali istituite dalle Compagnie di Assicurazione*.³⁵⁷

È con riguardo a tale contesto disciplinare che deve essere sottolineato come il fondo pensione sia in ogni caso *un soggetto che svolge un'attività di carattere economico-imprenditoriale*³⁵⁸ ed, in effetti, ad esso viene riconosciuta *dalla dottrina la natura di impresa*

³⁵³ Cfr. MAFFEI e SPIRITI, *Lo Schema esemplificativo per la redazione del documento sulla politica di investimento*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012, cit., pp. 185-187.

³⁵⁴ Si rimanda, in tal senso, al *Considerando 4 della Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 Giugno 2003*, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, pubblicata in GUCE L. 235 del 23 Settembre 2003.

³⁵⁵ Cfr. ATZWANGER, *Alcune riflessioni sulla "funzione economica" dei fondi pensione e gli investimenti c.d. "locali"*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 1, 2010, cit., p. 102; PETERLINI, *Le nuove pensioni: esperienze e strategie per uscire dalla crisi previdenziale*, Franco Angeli, Milano, 2003, p. 315 ss.

³⁵⁶ Sui fondi aperti cfr. BESSONE, *Fondi pensione aperti. Le imprese autorizzate all'attività, il responsabile del fondo, la banca depositaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2001, p. 38 ss.; CANDIAN, *Il fondo pensione aperto*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998, p. 75 ss.

³⁵⁷ Cfr. QUIRICI, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, cit., pp. 294-295; al riguardo, si rimanda altresì a BESSONE, *Fondi pensione chiusi, fondi pensione aperti, regole e sistema delle forme organizzative*, in *Giustizia Civile*, II, 2002, p. 145 ss.

³⁵⁸ Cfr. COSTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, n. 10, 1996, cit., p. 3; ID, *I fondi pensione nella prospettiva dei mercati finanziari e della finanza di impresa*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998, p. 75 ss.; *contra*, cfr. SALERNO, *Fondi pensione "negoziali": costituzione, gestione e vigilanza*, Giuffrè, Milano, 2002, cit., p. 52.

a carattere mutualistico.³⁵⁹ *In particolare, si tratterebbe di un'ipotesi di mutualità pura, svolgendosi l'attività ad esclusivo vantaggio degli appartenenti al fondo e non di terzi.*³⁶⁰

Nonostante la funzione principale dei fondi pensione sia sicuramente quella previdenziale e ciò vale sia dal punto di vista macroeconomico e, quindi, dell'equilibrio del sistema previdenziale che risulta in linea con gli obiettivi della finanza pubblica, che da quello microeconomico, visto che va ad integrare la rendita pensionistica dei lavoratori, i fondi pensione, con la forza dei loro patrimoni, possono rappresentare anche una componente importante del sistema finanziario in considerazione di futuribili consistenti masse critiche. Tali strumenti di risparmio gestito, dunque, contribuiscono alla crescita dell'economia potendo intervenire in settori definiti, quali il finanziamento delle infrastrutture, dei piani di sviluppo regionali, degli investimenti ad alto contenuto tecnologico. In tale prospettiva, essi possono contribuire anche allo sviluppo del mercato immobiliare mediante investimenti sia diretti che indiretti, acquistando quote di fondi immobiliari.³⁶¹ L'investimento immobiliare dei fondi pensione risulta congeniale alla loro natura: questa è un'idea della Covip, che sottolinea il fatto che tale investimento sia caratterizzato da un orizzonte di lungo periodo, da una tendenziale protezione dai rischi di inflazione e da una limitata correlazione dei rendimenti con quelli delle attività finanziarie. Ancora, i fondi pensione fungono da stabilizzatori dei mercati finanziari nonché da paladini degli interessi dei piccoli azionisti in qualità di attori della corporate governance delle società in cui investono. Da ultimo, ma non in ordine di importanza, potrebbero rappresentare uno stimolo nella politica di emissione del debito pubblico, favorendo un maggiore spazio a titoli indicizzati all'inflazione o legati all'evoluzione della longevità.³⁶²

In delineato contesto, anche la Commissione Europea ha avvertito l'esigenza di incentivare i finanziamenti a lungo termine, essendo i medesimi di vitale importanza per la crescita sostenibile e per la ripresa duratura dell'economia. A sua volta, la ripresa dello sviluppo è necessaria per riassorbire la disoccupazione, rilanciare la competitività e superare le difficoltà di finanza pubblica degli Stati membri.³⁶³ L'urgenza di intraprendere un sentiero di "crescita intelligente, sostenibile e inclusiva", di tornare a creare posti di lavoro e di sviluppare ulteriormente gli ambiti in cui l'Unione Europea già possiede un vantaggio competitivo, "accrescendo così la propria concorrenzialità sui mercati mondiali", è stata affermata nel Libro Verde della Commissione del 25 Marzo 2013.³⁶⁴

Gli obiettivi del Libro Verde sono quello di elaborare un set di standard qualitativi per gli investimenti a lungo termine ed esplorare nuove opportunità riguardo a possibili strumenti o

³⁵⁹ Cfr. BESSONE, op. ult. cit., cit., p. 147.

³⁶⁰ Cfr. SALERNO, op. ult. cit., cit., p. 68 ss.

³⁶¹ Cfr. BNP Paribas REIM SGR p.A., *Processi di investimento e governance*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop "L'investimento immobiliare: un'opportunità per gli investitori previdenziali" del 10 Dicembre 2013, Roma.

³⁶² Cfr. GIURO, *I molteplici ruoli dei fondi pensione*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 26, f. 40, 2009, cit., pp. 2337-2338.

³⁶³ Cfr. FeBAF-Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, Risposta al Libro Verde della Commissione Europea sul finanziamento di lungo periodo per l'economia europea, in http://www.febof.it/wp-content/uploads/2011/09/FeBAF-risposta-LTI_IT.pdf, 25 Giugno 2013, Roma, cit., p. 3.

³⁶⁴ Per il Libro Verde della Commissione Europea del 25 Marzo 2013 "Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea" si rimanda a <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:REV1:IT:PDF>.

architetture finanziarie che permettano di migliorare la disponibilità di finanziamenti a lungo termine, tra i quali spiccano gli ELTIFs,³⁶⁵ fondi europei di investimento a lungo termine.³⁶⁶

A fronte di siffatta realtà, tuttavia, non va trascurato di osservare che per sostenere gli investimenti a lungo termine occorrono sia ai governi che alle imprese finanziamenti a lungo termine prevedibili e che *la capacità dell'economia di mettere a disposizione tali investimenti a lungo termine dipende dalla capacità del sistema finanziario di incanalare i risparmi della pubblica amministrazione, delle imprese e delle famiglie in maniera efficace ed efficiente verso i beneficiari e gli scopi appropriati, attraverso mercati aperti e competitivi.*³⁶⁷

In tale direzione, gli investitori istituzionali giocano un ruolo decisivo nel panorama in mutamento di finanziamento a lungo termine, essendo presente nell'attuale contesto economico l'esigenza di contemperare il rigore dei conti pubblici e la crescita. In effetti, *la contrazione dell'offerta di credito sempre più intensa rende decisivo l'apporto ed il coinvolgimento degli investitori di lungo termine per il finanziamento e la realizzazione di progetti finalizzati ad aumentare la crescita e ad innalzare il livello di competitività del sistema economico.*³⁶⁸

Particolarmente interessante appare il finanziamento a lungo termine dei progetti infrastrutturali che, dopo la previsione di Basilea III delle nuove regole sulla liquidità che facilitano i soggetti finanziari che hanno strutturalmente passività a lungo termine, ben si adatta con le esigenze degli investitori istituzionali, tra cui specialmente fondi pensione e società di assicurazione. Quest'ultimi, infatti, hanno un orizzonte di lungo periodo e cercano una diversificazione nel proprio portafoglio di asset in linea con la lunga scadenza delle loro passività. Di significativo rilievo sono le implicazioni di questo orientamento: i fondi pensione stanno incrementando la propria allocazione di investimenti verso il debito infrastrutturale, al fine di ottenere un miglioramento della loro performance.³⁶⁹

Inoltre, anche l'investimento diretto da parte dei fondi pensione in azioni di società quotate risulta compatibile sia con riferimento alle logiche di investimento dei fondi sia con riguardo allo sviluppo del mercato azionario, che è positivamente correlato con il grado di espansione di tale tipologia di fondi. Ma un ulteriore vantaggio si riscontra nella presenza degli investitori istituzionali in qualità di azionisti nelle assemblee degli emittenti: tale circostanza, infatti, contribuisce a migliorare la governance societaria, grazie al controllo più stringente

³⁶⁵ A proposito degli Eltifs, si veda ASSOGESTIONI, *ELTIFS, nascono i fondi europei a lungo termine*, p. 22.

³⁶⁶ Cfr. ADVISOR PROFESSIONAL, *Investire nel lungo termine? Un obiettivo europeo*, in <http://www.salonedelrisparmio.com/-/investire-nel-lungo-termine-un-obiettivo-europeo>, 28 Gennaio 2014.

³⁶⁷ Cfr. BIANCO e MARIANI, *Fondi pensione, investimenti di lungo periodo, classi di attività illiquide e infrastrutture*, in *Management delle utilities e delle infrastrutture*, v. 11, f. 3, 2013, cit., p. 43.

³⁶⁸ Cfr. TRONCONI, *Risposta a Consultazione della Commissione Europea in merito al Libro Verde "Il Finanziamento a lungo termine dell'economia Europea"*, in www.assofondipensione.it, Prot. n. 48, 24 Giugno 2013, Roma, cit., pp. 2-3.

³⁶⁹ Cfr. GUSTANI, *Finanziare le infrastrutture: l'evolversi dei ruoli di banche e fondi pensione/assicurativi*, in *Management delle utilities: la rivista di economia e gestione dei servizi pubblici*, v. 11, f. 2, 2013, cit., pp. 50-51; al riguardo, si veda altresì DELLA CROCE, *Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 29, OECD Publishing, Novembre 2012; OLIVER WYMAN & OECD, *Pension funds Investment in infrastructure: a survey*, 2011; si veda altresì FONDACO-Società di gestione del risparmio S.p.A., *Investimenti in infrastrutture italiane. Un supporto al sistema Paese attraverso l'impiego strategico di risorse degli investitori previdenziali*, Intervento al Seminario tecnico organizzato da Mefop "Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali", 30 Ottobre 2013, Roma.

sulle scelte strategiche e gestionali del management che gli stessi sono in grado di effettuare.³⁷⁰

Come già anticipato in precedenza, la crisi economica che ha colpito i mercati europei negli ultimi anni, unita ad un progressivo invecchiamento della popolazione, ha creato delle difficoltà nell'ottica della sostenibilità e dell'adeguatezza dei sistemi nazionali di previdenza pubblica. In tale contesto, si è assistito a un crescente interesse per il funzionamento e lo sviluppo dei sistemi di previdenza complementare, chiamati a svolgere un ruolo sempre più centrale nella formazione di pensioni adeguate e sostenibili.³⁷¹

In questo ambito, va collocata l'iniziativa della Commissione Europea che nel Febbraio del 2012 ha pubblicato il "Libro Bianco: un'agenda dedicata a pensioni adeguate, sicure e sostenibili"³⁷² con cui sottolinea l'importanza del risparmio destinato alle pensioni complementari nel garantire la futura adeguatezza delle pensioni. Dal punto di vista della diffusione dei fondi pensione complementari, in molti Paesi europei il principale fattore di rischio sembra invece essere costituito dall'andamento stagnante dell'economia reale e dalla conseguente difficoltà a contenere i disavanzi pubblici. Ciò comporta che le risorse disponibili per finanziare la previdenza complementare risultano molto limitate.³⁷³

Tra le proposte avanzate in tema di previdenza complementare due sono quelle che meritano particolare attenzione poiché destinate ad impattare sul piano delle concretezze e, quindi, sul funzionamento e sullo sviluppo delle forme di previdenza complementare a livello nazionale. Si sta parlando del processo di revisione della direttiva 2003/41/CE (c.d. IORP),³⁷⁴ relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, la quale intende uniformare le regole prudenziali di solvibilità e di contenimento del rischio, modificando quanto previsto dalla disciplina in materia di prodotti di secondo pilastro, e della proposta dell'EIOPA.³⁷⁵

Quest'ultima è stata avanzata tramite la pubblicazione del *Discussion Paper EIOPA*,³⁷⁶ nel Maggio 2013, che trae origine dal Libro bianco della Commissione europea sopra citato, e promuove la creazione di un mercato unico europeo dei prodotti pensionistici individuali, *Personal Pension Products* (PPPs), rivedendo anche l'impianto normativo per i prodotti di terzo pilastro.³⁷⁷

³⁷⁰ Cfr. CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Intervento all'Audizione presso la Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza ed assistenza sociale - "Indagine conoscitiva sulle funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato, alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare", Roma, 16 Aprile 2014, cit., p. 7.

³⁷¹ Cfr. MAFFEI e SPIRITI, *La revisione della direttiva IORP e la creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pensionistici individuali*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006, cit., pp. 137-138.

³⁷² Si rimanda al *Libro Bianco della Commissione Europea del 16 Febbraio 2012*, in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0055:FIN:IT:PDF>.

³⁷³ Cfr. COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *Relazione per l'anno 2012*, in <http://www.covip.it/wp-content/uploads/Relazione-Annuale-2012.pdf>, cit., pp. 163-164.

³⁷⁴ Per quanto attiene la Direttiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 Giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali cfr. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:235:0010:0021:IT:PDF>.

³⁷⁵ Cfr. EIOPA-European Insurance and Occupational Pensions Authority, one of three European Supervisory Authorities, in <https://eiopa.europa.eu/>.

³⁷⁶ Si veda EIOPA, *Discussion Paper on a possible EU-single market for personal pension products*, in file:///C:/EIOPA_Discussion_Paper_Personal_Pensions_def.pdf, 13/241, 16 Maggio 2013.

³⁷⁷ Cfr. MAFFEI e SPIRITI, op. ult. cit., cit., 138-41.

I notevoli interventi avanzati *in subiecta materia* fanno comprendere come ad oggi sia estremamente necessario realizzare, accanto alla previdenza di base, programmi pensionistici complementari. Non si tratta più, come prima degli anni Novanta, di un'opzione riservata a *classi di lavoratori con livelli di reddito medio-alti e finalizzata a fornire un'integrazione della pensione "obbligatoria" di per sé già sufficiente a soddisfare le esigenze primarie dell'età anziana*. Diversamente, la previdenza complementare rappresenta la possibilità di evitare che all'uscita dal mondo del lavoro corrisponda una *riduzione del proprio livello di reddito*. Tuttavia, tale percezione risulta ancora carente per la generalità dei cittadini.³⁷⁸

Da qui, l'esigenza di rafforzare la cultura previdenziale, soprattutto nei confronti dei giovani. Ciò può essere raggiunto solo attraverso un forte impegno dal lato della comunicazione, la quale è chiamata ad operare in una duplice prospettiva: sia con il fine di accrescere la cultura previdenziale della popolazione, sia con quello di assicurare agli aderenti alle forme di previdenza complementare un'informazione corretta e trasparente. È in tale direzione che la normativa ha previsto l'obbligo di fornire una serie di informazioni ai lavoratori per consentire loro di effettuare *scelte consapevoli in fase di adesione ad uno schema di previdenza complementare (informazioni ai potenziali aderenti) ovvero nel corso del rapporto di iscrizione al fondo (informazioni agli iscritti)*.³⁷⁹

Non esiste previdenza senza trasparenza: questi sono due concetti *distinti ma fortemente legati fra loro*. In Italia, il sistema pensionistico complementare si caratterizza per un livello di trasparenza tale da rappresentare *un esempio di eccellenza in materia*. L'informazione è *indispensabile per consentire agli individui di operare in modo consapevole*. Ovviamente deve trattarsi di *un'informativa semplice ma capace di risolvere i dubbi che possono sorgere, fornire le informazioni che gli interessati vogliono conoscere e quelle che sarebbe opportuno che conoscessero*.³⁸⁰

La semplificazione del sistema previdenziale permetterebbe di colmare *il divario esistente tra il livello di pensione necessario e quello che ci si può realisticamente aspettare a legislazione vigente*.

Un sistema meno complesso potrebbe essere, inoltre, meglio accettato da parte di coloro che ancora sono esitanti quanto alle scelte previdenziali da compiere. La semplicità non è un fine in se stesso ma un mezzo importante per arrivare a conseguire gli obiettivi auspicati.³⁸¹

Naturalmente l'informativa può non bastare. Altri strumenti di policy possono essere necessari. In tale contesto, interviene la Commissione di vigilanza sui fondi pensione che, per garantire la trasparenza nelle forme pensionistiche complementari, *ha privilegiato la semplicità dei testi, la razionalità degli strumenti e la omogeneità delle regole di funzionamento, pur nella salvaguardia delle specificità proprie di ciascuna forma*.³⁸²

³⁷⁸ Cfr. TAIS, *Introduzione*, in *Come cambia la tutela previdenziale: i giovani e la previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 4, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna, cit., pp. 9-14.

³⁷⁹ Cfr. ORTOLANI, *La comunicazione nella previdenza complementare: profili di analisi*, in *La centralità della comunicazione nella previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 2, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna, cit., p. 14.

³⁸⁰ Cfr. FINOCCHIARO, *Previdenza e trasparenza*, Intervento al Convegno su *Mercati finanziari, risparmio e trasparenza*, 19 Ottobre 2012, Bologna, cit., pp. 4-6.

³⁸¹ Cfr. PICKERING, *Semplificare per migliorare le pensioni*, in *La Previdenza Privata nella stagione delle incertezze: le proposte di riforma nel Regno Unito*, Quaderni tematici della Covip, n. 3, cit., p. 206.

³⁸² Cfr. FINOCCHIARO, *Previdenza e trasparenza*, cit., pp. 4-6.

Particolarmente semplice e di intuitiva percezione è il fatto che la previdenza complementare, rispetto ai mercati finanziari e assicurativi, occupa una posizione di *specificità*, riconosciuta anche dallo stesso legislatore, che, infatti, definisce *una disciplina compiuta e articolata, positivamente riconosciuta anche a livello europeo*, disponendo per la stessa *un vero e proprio “ordinamento di settore”*. Viene, in tale logica, predisposta la Covip, *come specifica ed unica Autorità di settore*, a cui è affidato il compito di *impartire disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali tra tutte le diverse forme pensionistiche complementari e di vigilare anche sulle modalità di offerta al pubblico, al fine di tutelare l’adesione consapevole dei lavoratori*. In sintesi, la Covip svolge attività di indirizzo e regolazione, emanando *provvedimenti di normativa secondaria, istruzioni di vigilanza e orientamenti interpretativi*, attività di controllo e vigilanza sull’operato dei fondi pensione ed interventi correttivi di vigilanza. Di certo, *il pilastro privato*, accanto a quello pubblico, *contribuisce alla solidità complessiva della promessa pensionistica non solo perché irrobustisce l’assegno pensionistico, ma anche perché tende a diminuire i rischi complessivi per effetto della diversificazione: rischi di natura demografica, ma anche politici ossia di cambiamento delle regole del gioco per la pensione pubblica, rischi connessi all’investimento oltretutto demografici per la pensione privata*.³⁸³

Sotto altro profilo, decisamente importante è la *governance* dei fondi pensione, funzionale allo sviluppo della previdenza complementare e alla garanzia di livelli di prestazioni pensionistiche adeguate ai lavoratori, essendo la stessa *un fattore determinante della performance degli strumenti previdenziali* poiché consente *migliori strategie di investimento, una più efficiente gestione e facilita i rapporti tra i vari stakeholders*.³⁸⁴

Alla luce di quanto precede, emerge chiaramente che la previdenza complementare è una tematica profonda. Essa rappresenta *l’unico modello di welfare privato con disciplina fiscale di favore costituzionalmente corretta ed operativamente efficiente*.³⁸⁵ Il *risparmio pensionistico è un bene di merito e l’applicazione di un trattamento fiscale di favore è giustificato dalla sua natura previdenziale*.³⁸⁶

Vari sono i vantaggi che la previdenza complementare può offrire: la diversificazione, poiché consente di poter scegliere tra una varietà di prodotti che vanno dai fondi negoziali ai piani individuali, e la *trasparenza nei rapporti con gli iscritti*. In tal direzione, la Covip può richiedere ai fondi di pubblicare una comunicazione riguardante le prestazioni effettuate, sempre agendo sul profilo della trasparenza.³⁸⁷ Da ultimo, l’ulteriore vantaggio deriva dall’attuazione di un *regime fiscale di favore con riguardo alla tassazione dei rendimenti e*

³⁸³ Cfr. TARELLI, *Indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare*, Audizione del Presidente della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione Rino Tarelli, in www.covip.it, Roma, 2 Aprile 2014, *passim*.

³⁸⁴ Cfr. GIURO, *Governance dei fondi pensione*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 27, f. 43, 2010, cit., pp. 2515-2516.

³⁸⁵ Cfr. MARCHETTI, *La fiscalità della previdenza complementare: stato dell’arte e possibili scenari futuri*, Intervento al Seminario su “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014.

³⁸⁶ Cfr. MARE’, *La tassazione dei fondi pensione: ragioni e modalità*, Intervento al Seminario su “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014.

³⁸⁷ Cfr. MOIRAGHI, *Conclusione dei lavori*, Intervento al Seminario su “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014.

delle prestazioni, nell'ambito del quale non si applica la doppia tassazione come per il risparmio finanziario.

Tuttavia, si evince dai dati inerenti al numero degli iscritti che la previdenza complementare non decolla e che, *allo stato attuale, le pensioni pubbliche continuano a rappresentare la forma preponderante di previdenza in Italia. Il ritardo che caratterizza il nostro Paese in termini di diffusione delle forme di previdenza complementari dipende da molteplici fattori.*³⁸⁸

In primo luogo, *la rigidità della disciplina, soprattutto in uscita, che crea delle forti ingessature al sistema e un sistema fiscale troppo spostato verso una tassazione di rendimenti e prestazioni previdenziali a di scapito della fase di accesso.*³⁸⁹ Inoltre, *le riforme che hanno interessato il sistema pensionistico pubblico, per loro natura, cominceranno a dispiegare i propri effetti solo nel lungo periodo. Da qui, la mancanza della percezione da parte del pubblico delle possibili evoluzioni future.*³⁹⁰ In secondo luogo, *la scarsa consapevolezza della necessità del secondo pilastro previdenziale in un'ottica più integrata di welfare. Da ultimo, la mancanza di un'adeguata attività di marketing, alla quale si accompagna conseguentemente una debole sensibilizzazione e cultura in materia, anche a causa della carenza di strumenti pubblicitari. Le famiglie continuano ad essere diffidenti verso le forme pensionistiche complementari a causa della scarsa capacità di valutarne i relativi rischi e benefici. Accanto alle caratteristiche strutturali che determinano lo scarso sviluppo del settore previdenziale privato in Italia, l'evoluzione del contesto macroeconomico degli ultimi anni ha contribuito a indebolire ulteriormente gli operatori del settore. Il livello estremamente contenuto dei tassi di interesse nelle principali economie avanzate ha infatti penalizzato i fondi pensione.*³⁹¹

Di fronte a tale situazione possono essere messi in atto dei rimedi che riguardano *la riforma della disciplina fiscale in materia di welfare anche attraverso il collegamento con quella in materia di previdenza complementare. Ancora. La rivisitazione e l'unificazione dei planfond di deducibilità fiscale attualmente previsti per previdenza ed assistenza e l'affidamento ai fondi pensione di nuovi compiti, anche di welfare, come il sostegno al reddito in periodi di inoccupazione.*³⁹²

La previdenza complementare è una forma di risparmio di lungo-periodo: ci sono ottime ragioni economiche, sociali e di finanza per agevolarla. *Consapevole di ciò, da anni ormai la Covip si sta facendo promotrice, accanto alla sua più tradizionale attività istituzionale di Autorità preposta alla supervisione del sistema di previdenza complementare, di iniziative finalizzate a favorire lo sviluppo di una "cultura della previdenza complementare", come peraltro è già da tempo avvenuto nella maggior parte degli altri Paesi.*³⁹³

Anche il legislatore comunitario si sta muovendo in tale direzione, attraverso la revisione della disciplina di settore, incentrata sulla Direttiva IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision), finalizzata a creare la massima armonizzazione tra le discipline nazionali, *incentivare lo sviluppo del settore, sostenere la creazione di forme di finanziamento dell'economia alternative al credito bancario, promuovere un maggiore sviluppo e integrazione dei mercati finanziari europei.* Inoltre, tale intervento normativo è volto anche a

³⁸⁸ Cfr. CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, cit., p. 2.

³⁸⁹ Cfr. MARCHETTI, op. ult. cit..

³⁹⁰ Cfr. CAPUTI, op. ult. cit., cit., p. 2.

³⁹¹ Cfr. CAPUTI, op. ult. cit., cit., p. 3.

³⁹² Cfr. MARCHETTI, op. ult. cit.

³⁹³ Cfr. TAIS, *Introduzione*, op. ult. cit., cit., pp. 9-14.

promuovere i fondi pensione come strumenti che possono contribuire a favorire gli investimenti in attività finanziarie con un profilo economico di lungo periodo, essendo uno dei principali obiettivi della riforma quello di sostenere il finanziamento della crescita dell'economia reale.³⁹⁴

Come si è poc'anzi precisato, la previdenza complementare è una realtà molto importante ma sconosciuta e poco potenziata del nostro Paese. Ad ogni modo, essa rappresenta *l'esempio più virtuoso di gestione del risparmio negli ultimi vent'anni, grazie anche al ruolo svolto dalla Covip*.³⁹⁵ Ciò posto, appare evidente la necessità di aumentare il suo appeal, tramite un'adeguata pubblicizzazione, e di concepirla sempre più in ottica imprenditoriale. La previdenza complementare è un progetto sociale, politico e morale. Da qui, l'esigenza di garantire la *piena autonomia di gestione dei fondi pensione e delle casse che gestiscono i soldi privati, visto che tali soggetti si adoperano per garantire le pensioni*. E per ottenere ciò, bisogna supportare *una gestione accurata dell'economia reale nazionale*.³⁹⁶

2.4 I fondi sanitari integrativi

*I fondi di previdenza complementare non sono una prerogativa esclusiva della materia pensionistica, anche se ovviamente in tale particolare settore si può riscontrare la massima diffusione e la più incisiva operatività: altri comparti di pari rilevanza sociale, e tra questi quello della sanità, ne sono interessati ma, quel che più conta, è la constatazione di come la tendenza si manifesti in continuo sviluppo, a conferma dell'accertata necessità di estendere ad un numero sempre crescente di eventi la tutela assicurativa.*³⁹⁷

Più in particolare, le tendenze registrate in ambito sanitario, come è mostrato dagli attuali studi, evidenziano la circostanza in base alla quale *le dinamiche evolutive della popolazione italiana (invecchiamento, aumento medio della speranza di vita, incremento delle patologie cronico-degenerative), l'adeguamento alle innovazioni scientifiche e tecnologiche e le aspettative dei cittadini in termini di qualità del servizio e tempi di erogazione hanno causato un costante e generale innalzamento dei costi di assistenza rischiando, conseguentemente, di incidere sulla stabilità del Servizio Sanitario Nazionale (SSN).*³⁹⁸

A ben considerare, quest'ultimo sta subendo una *profonda crisi dal punto di vista economico-finanziario: i costi crescono rapidamente e le risorse oggi disponibili non saranno più in grado, nel prossimo futuro, di sostenere la crescente domanda*. Va, sul punto, fatto presente che *la Banca Mondiale stima che la spesa pubblica per i Servizi Sanitari nell'Unione*

³⁹⁴ Cfr. CAPUTI, op. ult. cit., cit., pp. 5-6.

³⁹⁵ Cfr. PESSI, Intervento alla *Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

³⁹⁶ Cfr. TARELLI, Intervento alla *Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

³⁹⁷ Cfr. LODI, *Fondi sanitari complementari e lavoro a progetto*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 30, f. 9, 2013, cit., p. 601.

³⁹⁸ Cfr. VECCHIETTI, *Il Servizio Sanitario Nazionale e l'Assistenza Sanitaria Integrativa: prospettive e sfide per il futuro*, Intervento alla 2ª ed. del Welfare Day "Il ruolo dei Fondi Sanitari Integrativi nel sistema di welfare contrattuale tra integrazione, sostituzione e complementarietà", 5 Giugno 2012, Roma, cit., p. 11.

*Europea potrebbe aumentare dall'8% del Prodotto Interno Lordo del 2000 al 14% nel 2030, continuando a crescere anche oltre. È evidente come, a fronte di siffatta realtà, il problema cruciale del Servizio Sanitario Nazionale, ispirato al principio fondante di solidarietà e in larga parte pagato dai cittadini, è trovare il modo di far quadrare i bilanci, ridurre la spesa pubblica e, dunque, in sintesi, ridisegnare il Servizio Sanitario senza danneggiare le basi sulle quali è stato originariamente creato.*³⁹⁹

Ciò spiega il sostanziale bisogno di affrontare la questione della sostenibilità del sistema sanitario pubblico e di sviluppare la sanità integrativa. Si delineano, per tal via, le sfide che il nostro Paese dovrà sostenere al fine di riordinare il sistema di Welfare. Una prospettiva più consapevole della realtà nazionale dovrebbe permettere di comprendere che quando si parla di Welfare non basta più fare riferimento alle tradizionali aree. Oltre alla *previdenza*, alla *sanità* e all'*occupazione*, l'*insorgere di nuovi rischi sociali*, quali *l'invecchiamento della popolazione*, *l'aumento del tasso di attività femminile*, *i cambiamenti nel mercato del lavoro e i mutamenti socio-economici hanno messo in crisi l'attuale modello di Welfare*. Questo deve cogliere le esigenze legate al ciclo di vita dei lavoratori e delle loro famiglie, considerando più chiavi di segmentazione e personalizzando il sistema di offerta sui bisogni dei cittadini. *Bisogna far leva su un sistema integrato di welfare*, ricercando il *mix ottimale tra ampiezza e qualità dei servizi offerti e sostenibilità economica prospettica*.

È appena il caso di aggiungere che i requisiti del modello di offerta di welfare prevedono che venga adottato un *approccio strategico*, che vengano rilevati i bisogni e che ci sia, conseguentemente, *personalizzazione*. Ciò comporta che l'offerta sia *flessibile, equilibrata e sostenibile* e che vengano *integrati i processi di servizi e di back-office*. Ancora. È necessario che l'*approccio sia scalare*, che vengano create *sinergie ed alleanze* e, da ultimo, che vi sia una costante attività di *monitoraggio della sostenibilità economica e dell'efficienza del modello*.⁴⁰⁰

Quanto finora esposto rientra in quello che viene denominato *Secondo Welfare*,⁴⁰¹ dove l'aggettivo "secondo" ha una connotazione sia temporale, poiché si colloca dopo il "primo" welfare, ossia *quello edificato dallo Stato nel corso del Novecento, soprattutto durante il Trentennio Glorioso 1945-1975*, sia funzionale, poiché *si aggiunge agli schemi del primo, integra le sue lacune, ne stimola la modernizzazione sperimentando nuovi modelli organizzativi, gestionali, finanziari e avventurandosi in sfere di bisogno ancora inesplorate (e in parte inesplorabili) dal pubblico. Soprattutto, il secondo welfare mobilita risorse non pubbliche addizionali, messe a disposizione da una vasta gamma di attori economici e sociali*.⁴⁰²

La crisi economica, a cui sono conseguiti eventi come la caduta dei consumi e i tagli ai bilanci pubblici, ha segnato una tappa significativa anche in ambito sanitario, poiché ha fatto maturare negli italiani, anche se in una minoranza dei medesimi, una maggiore

³⁹⁹ Cfr. TURNO, *Sanità, scenari e prospettive*, in *Il Futuro del Servizio Sanitario in Europa e in Italia-I Report di Economist e Ceis Tor Vergata*, *Il Sole 24 Ore Sanità*, Allegato al n. 40, 30 Ottobre-5 Novembre 2012, cit., p. 6.

⁴⁰⁰ Cfr. BELLUCCI, *Costruire e sviluppare Forme di Welfare Integrativo*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day "Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro"*, 4 Giugno 2013, Roma.

⁴⁰¹ Cfr. DI VICO, *Il Welfare dei privati che sostituisce lo Stato*, in *Corriere della Sera*, 15 Giugno 2010.

⁴⁰² Cfr. FERRERA, *Secondo Welfare: perché? Una introduzione*, in *Primo rapporto sul Secondo Welfare in Italia*, a cura di Maino e Ferrera, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, Novembre 2013, cit., p. 8.

consapevolezza circa l'importanza del ruolo svolto dalle forme di sanità integrativa. Si registra, infatti, una crescente *propensione a utilizzare anche le proprie risorse per aderire, se possibile, alla sanità integrativa*, dando così luogo al processo di *riposizionamento degli italiani nella crisi* e di *responsabilizzazione verso forme di investimento sociale anche in proprio, quali sono quelle in subiecta materia*. Per implementare tale percorso appare indispensabile *far conoscere la sanità integrativa* e mettere in luce che *il welfare italiano ha al suo interno le risorse per riposizionarsi virtuosamente nel periodo successivo alla crisi*.⁴⁰³

A tal punto, appare doveroso ricostruire l'iter che ha condotto all'istituzione dei fondi sanitari integrativi nel nostro ordinamento. Una tappa fondamentale è rappresentata dal D.lgs. del 30 dicembre 1992, n. 502,⁴⁰⁴ che all'articolo 9, comma 1, introduce per la prima volta il concetto di *“forme differenziate di assistenza”*: *“(…) Le regioni possono prevedere, nell'ambito della programmazione regionale, in via graduale e sperimentale a partire dal 1 gennaio 1995, forme di assistenza differenziate per particolari tipologie di prestazioni, nonché le sperimentazioni gestionali previste dall'art. 4, comma 6, della legge 30 dicembre 1991, n. 412, e ne regolamentano l'attuazione fissando gli ambiti rimessi all'unità sanitaria locale. (…)*”. Il comma 3 del medesimo articolo è particolarmente innovativo, in quanto afferma che *“le forme differenziate di assistenza possono consistere: nel concorso alla spesa sostenuta dall'interessato per la fruizione della prestazione a pagamento” e “nell'affidamento a soggetti singoli o consortili, ivi comprese le mutue volontarie, della facoltà di negoziare, per conto della generalità degli aderenti o per soggetti appartenenti a categorie predeterminate, con gli erogatori delle prestazioni del Servizio sanitario nazionale modalità e condizioni allo scopo di assicurare qualità e costi ottimali. L'adesione dell'assistito comporta la rinuncia da parte dell'interessato alla fruizione delle corrispondenti prestazioni in forma diretta e ordinaria per il periodo della sperimentazione.”*

Sulla base di quanto precede si individuano i caratteri rivoluzionari della riforma prevista dal suddetto decreto, dal quale sembra scaturire *l'impostazione di un nuovo sistema di assistenza in cui alcuni soggetti/enti, organizzati in base a categorie predeterminate, possono di fatto garantire alle proprie collettività di riferimento “quote” di assistenza sanitaria in modo differenziato rispetto all'assistenza sanitaria garantita secondo le regole “standard” ai cittadini, finanziate in parte con le risorse pubbliche*. Conseguenti si configurano, anche se in minima parte, *le condizioni per una fuoriuscita dall'assicurazione sanitaria pubblica di alcune collettività fermi restando gli obblighi di contribuzione alla solidarietà generale*.⁴⁰⁵

Sul piano delle concretezze, si denota un *modello sanitario misto*, o più precisamente *integrativo*, che pone *il pilastro privato in una condizione di ancillarità funzionale rispetto al Sistema Sanitario Nazionale*, nonostante il servizio pubblico continui ad ogni modo ad essere

⁴⁰³ Cfr. FONDAZIONE CENSIS, *Le potenzialità della sanità integrativa e i vincoli al suo decollo*, in *Il ruolo della sanità integrativa nel servizio sanitario nazionale-Sintesi dei principali risultati*, 4 Giugno 2013, Roma, cit., pp. 1-2.

⁴⁰⁴ Si rimanda in tal senso al *Decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, pubblicato in Suppl. ordinario alla Gazz. Uff., n. 305 del 30 dicembre 1992, “Riordino della disciplina in materia sanitaria”, a norma dell'art. 1 della legge 23 ottobre 1992, n. 421*, in <http://aifi.net/wp-content/uploads/2012/09/Decreto-legislativo-30-dicembre-1992-n.-502.pdf>.

⁴⁰⁵ Cfr. DEL VECCHIO e RIVA, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e socio-sanitaria in Italia: evoluzioni e prospettive*, in *L'assistenza primaria in Italia dalle condotte mediche al lavoro di squadra, Proposta del GISAP (Gruppo Indipendente per lo studio dell'assistenza primaria)*, a cura di Guzzanti, Edizioni Iniziative Sanitarie, Roma, 2009, cit., pp. 933-934.

prevalente. Da non trascurare la circostanza che, in precedenza, il rapporto tra pubblico e privato era tale da comportare la definizione di un *sistema “duplicativo”, dove l’attività erogata dal sistema privato*, ed in particolare da compagnie assicurative, società di mutuo soccorso e fondi assistenziali e previdenziali, *si aggiungeva a quella offerta dal servizio pubblico*.

Le forme integrative e differenziate di assistenza sanitaria sono state introdotte dal legislatore con *la finalità di assorbire la sempre più crescente “domanda sanitaria” e, conseguentemente, di ridistribuire il “carico” prestazionale* su due soggetti differenti, permettendo, da un lato, di allocare meglio *le risorse disponibili anche in termini di costo* e, dall’altro, consentendo al settore pubblico di rispondere in modo più efficace ed efficiente nei confronti della domanda allo stesso rivolta.⁴⁰⁶

Con riguardo al servizio sanitario nazionale vigente prima del 1992, introdotto dalla Legge 23 Dicembre 1978, n. 833,⁴⁰⁷ occorre sottolineare che esso ha dato attuazione concreta a quanto sancito dall’articolo 32 della Costituzione: “La Repubblica tutela la salute come fondamentale diritto dell’individuo e interesse della collettività, e garantisce cure gratuite agli indigenti. Nessuno può essere obbligato a un determinato trattamento sanitario se non per disposizione di legge. La legge non può in nessun caso violare i limiti imposti dal rispetto della persona umana”.⁴⁰⁸ Si addivene, pertanto, alla definizione di un *passaggio di civiltà, un passaggio da principi dichiarati alla loro concretizzazione*. Ciò ha significato *investire concretamente andando oltre l’uguaglianza formale e verso quella sostanziale (...)*.⁴⁰⁹

La medesima legge ha introdotto, nell’articolo 46, la mutualità volontaria, disponendo che la stessa è libera e che “è vietato agli enti, imprese ed aziende pubbliche contribuire sotto qualsiasi forma al finanziamento di associazioni mutualistiche liberamente costituite aventi finalità di erogare prestazioni integrative dell’assistenza sanitaria prestata dal servizio sanitario nazionale”.

Specifico rilievo, nel delineato contesto, assumono i quattro *principi informatori* su cui la legge 23 Dicembre 1978, n. 833, si basa, ossia *la globalità delle prestazioni, l’universalità dei destinatari, l’eguaglianza di trattamento e il rispetto della dignità e della libertà della persona*. È evidente che si tratta di principi volti a proteggere quei *diritti fondamentali dell’individuo che sono strettamente connessi alla finalità del pieno sviluppo della personalità umana, sanciti dagli articoli 2 e 3 della Costituzione*.⁴¹⁰

Il legislatore nel 1978 ha predisposto, tuttavia, un sistema sanitario che, a causa di una serie di fattori caratterizzanti, quali l’accentramento in capo allo Stato di tutte le entrate afferenti alla

⁴⁰⁶ Cfr. PANERI, *I fondi sanitari integrativi*, in *Manuale di diritto sanitario*, a cura di Balduzzi e Carpani, Il Mulino, 2013, cit., pp. 419-420.

⁴⁰⁷ Si veda la *Legge 23 Dicembre 1978, n. 833, “Istituzione del servizio sanitario nazionale”, pubblicata sulla GU n. 360 del 28-12-1978 - Suppl. Ordinario*, in <http://liberlex.altervista.org/blog/wp-content/uploads/2009/05/l-833-del-1978-riforma-istitutiva-ssn.pdf>.

⁴⁰⁸ Si rimanda alla *Costituzione della Repubblica Italiana*, in <http://www.governo.it/Governo/Costituzione/CostituzioneRepubblicaItaliana.pdf>.

⁴⁰⁹ Cfr. STUDIO DEL SENATO DELLA REPUBBLICA della XIII LEGISLATURA, *Dalla L. 833/1978, Istituzione del Servizio Sanitario Nazionale, al D.Lgs. 229/99, di razionalizzazione del servizio sanitario nazionale*, in http://www.camera.it/_dati/leg13/lavori/documentiparlamentari/indiceetesti/l/002/00000002.pdf, cit., p. 18.

⁴¹⁰ Cfr. STUDIO DEL SENATO DELLA REPUBBLICA della XIII LEGISLATURA, *Dalla L. 833/1978, Istituzione del Servizio Sanitario Nazionale, al D.Lgs. 229/99, di razionalizzazione del servizio sanitario nazionale*, cit., p. 18.

salute, il limitato coinvolgimento degli enti locali e l'innalzamento dei costi, ha reso necessaria la già menzionata riforma del 1992. Si evince, infatti, che quest'ultima, attraverso l'introduzione delle forme di assistenza sanitaria integrative, mira a raggiungere gli obiettivi di economicità ed efficienza carenti nel previgente schema.

In tale contesto normativo, non può non farsi riferimento al d.lgs. del 7 Dicembre 1993, n. 517,⁴¹¹ che nell'articolo 10 sostituisce, solo dopo un anno, l'originario testo dell'articolo 9 del d.lgs. n. 502/1992, disponendo che “possono essere istituiti fondi integrativi sanitari finalizzati a fornire prestazioni aggiuntive rispetto a quelle assicurate dal Servizio sanitario nazionale”.

Per tale categoria di fondi, il legislatore ha specificato le fonti istitutive e cioè “i contratti e accordi collettivi, gli accordi tra lavoratori autonomi o liberi professionisti ed infine, i regolamenti di enti, aziende, enti locali, associazioni senza fini di lucro o società di mutuo soccorso, giuridicamente riconosciute”, prevedendo, in particolare, che se quest'ultime “gestiscono unicamente fondi integrativi sanitari sono equiparate ai fondi sanitari”. Da ultimo, nel medesimo articolo si stabilisce che, con apposito regolamento, “emanato dal Presidente della Repubblica previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro della sanità di concerto con il Ministro del lavoro e della previdenza sociale da emanare su proposta del Ministero della sanità”, vengono “dettate disposizioni relative all'ordinamento dei fondi integrativi sanitari”. Le materie disciplinate da tale regolamento riguardano “le modalità di costituzione dei fondi integrativi, la composizione degli organi di amministrazione e controllo, le forme di contribuzione, le modalità di vigilanza del Ministero della sanità, le modalità di scioglimento” (art. 9 del d.lgs. 517/1993).

Nonostante quanto finora esposto rappresenti *lato sensu* gran parte dell'assetto del settore trattato in questa sede, alla fine degli anni Novanta viene posta in essere un'ulteriore ed importante riforma del SSN, incarnata dal decreto legislativo n. 229 del 1999.⁴¹²

Fermo il riconoscimento dell'introduzione di nuove norme disciplinanti il settore della sanità integrativa, il D.lgs. 229/1999 conferma *l'impostazione di fondo* definita nel 1993 dal decreto n. 517. In tale prospettiva, vengono introdotte *alcune rilevanti innovazioni che contribuiscono a definire la normativa in termini di maggior dettaglio rispetto alla riforma del 1993*.⁴¹³

In particolare, viene previsto che “l'ambito di applicazione dei fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale è rappresentato dalle prestazioni aggiuntive, non comprese nei livelli essenziali ed uniformi di assistenza e con questi comunque integrate, erogate da professionisti e da strutture accreditati” (art. 9, comma 4, lett. a)). Tra queste sono comprese “le prestazioni di medicina non convenzionale, erogate anche da strutture non accreditate, le cure termali, limitatamente alle prestazioni non a carico del SSN e l'assistenza odontoiatrica, limitatamente alle prestazioni non a carico del SSN (...)” (art. 9, comma 5, lett. a), b) e c)). Ancora, i fondi possono occuparsi di “prestazioni erogate dal Servizio sanitario nazionale comprese nei livelli uniformi ed essenziali di assistenza, per la sola quota posta a carico dell'assistito, inclusi gli

⁴¹¹ Per quanto concerne il Decreto Legislativo del 7 Dicembre 1993, n. 517, modificativo del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, recante “Riordino della disciplina in materia sanitaria”, a norma dell'articolo 1 della legge 23 ottobre 1992, n. 421, si veda http://prevenzione.usl5.toscana.it/attachments/059_dlgs_517_1993.pdf.

⁴¹² Si rimanda al Decreto Legislativo del 19 Giugno 1999, n. 229, “Norme per la razionalizzazione del Servizio sanitario nazionale”, a norma dell'articolo 1 della legge 30 Novembre 1998, n. 419, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 165 del 16 luglio 1999 - Supplemento Ordinario n. 132, in <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/99229dl.htm>.

⁴¹³ Cfr. DEL VECCHIO e RIVA, op. ult. cit., cit., p. 936.

oneri per l'accesso alle prestazioni erogate in regime di libera professione intramuraria e per la fruizione dei servizi alberghieri su richiesta dell'assistito” e di “prestazioni sociosanitarie erogate in strutture accreditate residenziali e semiresidenziali o in forma domiciliare, per la quota posta a carico dell'assistito” (art. 9, comma 4, lett. b) e c)). “Tutti i soggetti pubblici e privati che istituiscono fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale sono tenuti ad adottare politiche di non selezione dei rischi” (art. 9, comma 3). Le fonti istitutive dei fondi medesimi risultano ampliate: è prevista, infatti, la possibilità di istituire fondi sanitari integrativi mediante “atti assunti da soggetti pubblici e privati, a condizione che contengano l’esplicito divieto di adozione di strategie e comportamenti di selezione del rischio o di discriminazione nei confronti di particolari gruppi di soggetti” (art. 9, comma 3, lett. f)).

*La riforma delinea un sistema sanitario integrato dove le responsabilità programmatiche sono attribuite sia al governo centrale che agli enti locali, definendo in tal modo un modello di cooperazione amministrata: anche le Regioni, pertanto, concorrono alla definizione del Piano sanitario nazionale e a loro volta i comuni sono responsabili dell’organizzazione dei servizi, attraverso la definizione dei distretti, nella maniera più utile (perché vicina) per i cittadini.*⁴¹⁴

Infatti, “i fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale sono autogestiti. Essi possono essere affidati in gestione mediante convenzione, da stipulare con istituzioni pubbliche e private che operano nel settore sanitario o sociosanitario da almeno cinque anni, secondo le modalità stabilite con decreto del Ministro della sanità, da emanare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto. Le regioni, le province autonome e gli enti locali, in forma singola o associata, possono partecipare alla gestione dei fondi di cui al presente articolo” (art. 9, comma 7 del d.lgs. 229/1999).

Si rinvia, inoltre, ad un regolamento per la definizione delle modalità di costituzione e scioglimento, della composizione degli organi di amministrazione e di controllo, delle forme e delle modalità di contribuzione, dei soggetti destinatari dell’assistenza, del trattamento e delle garanzie riservate al sottoscrittore ed al nucleo, delle cause di decadenza dalla qualifica di fondo sanitario integrativo del SSN.⁴¹⁵

Per quanto attiene alla vigilanza sull’attività dei fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale, essa è affidata allo Stato ed alle regioni *in ragione dell’area territoriale di operatività delle diverse realtà*.⁴¹⁶ Da ultimo, è disposto che “presso il Ministero della sanità, senza oneri a carico dello Stato, sono istituiti: l’anagrafe dei fondi integrativi del servizio sanitario nazionale, alla quale debbono iscriversi sia i fondi vigilati dallo Stato che quelli sottoposti a vigilanza regionale e l’osservatorio dei fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale” (art. 9, comma 9 del d.lgs. 229/1999).

Data la nuova costituzione e conformazione dei fondi sanitari integrativi, la dottrina pubblicistica ha distinto tra i fondi sanitari integrativi conformi al D.lgs. 229/1999, cd. fondi

⁴¹⁴ Cfr. PELLEGRINO, *La politica sanitaria in Italia: dalla riforma legislativa alla riforma costituzionale*, in <http://polis.unipmn.it/pubbl/RePEc/uca/ucapdv/pellegrino62.pdf>, Working Paper n. 62, Dicembre 2005, cit., pp. 3-4.

⁴¹⁵ Si veda l’articolo 9, comma 8 del D.lgs. 229/1999, in <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/99229dl.htm>.

⁴¹⁶ In tal senso, si rimanda all’articolo 122 del Decreto Legislativo 31 marzo 1998, n. 112, “Conferimento di funzioni e compiti amministrativi dello Stato alle regioni ed agli enti locali”, in attuazione del capo I della legge 15 marzo 1997, n. 59”, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 92 del 21 aprile 1998 - Supplemento Ordinario n. 77, in <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/98112dl.htm>.

“doc”, o anche “fondi in senso stretto”, e quelli “non doc”, o “liberi”, che rappresentano enti o casse con esclusivo fine assistenziale e *non necessariamente “complementari” al SSN*; attualmente, quest’ultimi *sono meglio definiti “doc convergenti”, ossia tenuti al rispetto di un processo di convergenza verso i fondi “doc”*.⁴¹⁷

A queste due categorie di fondi è applicato un diverso trattamento fiscale dei contributi, previsto dal Decreto Legislativo del 18 Febbraio 2000, n. 41,⁴¹⁸ che definisce un *regime fiscale maggiormente incentivante per quanto versato ai fondi “doc”, non solo in termini di limiti di deducibilità ma anche di categorie di redditi rientranti nell’agevolazione (non solo redditi di lavoro dipendente)*, rispetto a quello previsto per i fondi “non doc”, tra i quali si vuole assicurare la *parità di trattamento*.⁴¹⁹

La volontà del legislatore risulta chiara: *favorire lo sviluppo dei Fondi Sanitari “Integrativi” al SSN, incentivando la convergenza dei fondi “non doc” verso i fondi “doc”*. Tale circostanza funge da fattore destabilizzante per quanto attiene le tematiche fiscali: il *trattamento “doppio”* si rileverà una mera *penalizzazione per i fondi “non doc”, in quanto quelli “doc” non furono mai realizzati*. Negli anni successivi all’emanazione del Decreto 41/2000, molti sono stati i casi in cui si è derogato allo stesso: *il limite di deducibilità per i contributi versati ai fondi “non doc” rimase, costantemente, pari a € 3615,20, grazie alle leggi finanziarie annuali che ripristinarono, ma solamente di anno in anno, tale limite*.

Tale quadro di riferimento “precario” rimane inalterato fino all’entrata in vigore della legge finanziaria per il 2008, che ha predisposto di equiparare le due tipologie del fondo sanitario dal punto di vista del trattamento fiscale dei contributi ad essi versati, stabilendo un importo massimo di deducibilità del medesimo ammontare per entrambi i fondi e, più precisamente, pari a € 3615,20.⁴²⁰

In attuazione della Legge 244 del 27 dicembre 2007, articolo 1, comma 198 (Finanziaria per il 2008) è stato emanato dal Ministro della Salute il Decreto 31 marzo 2008 (Decreto Turco),⁴²¹ che disciplina gli ambiti di intervento delle prestazioni sanitarie e sociosanitarie erogate dai fondi sanitari integrativi del Servizio Sanitario nazionale. Attraverso tale provvedimento, vengono apportate delle importanti modifiche che hanno contribuito positivamente allo sviluppo della sanità integrativa. Oltre a voler eliminare, come sopra citato, la distinzione tra fondi “doc” e fondi “non doc”, mediante l’armonizzazione delle agevolazioni fiscali, viene

⁴¹⁷ Cfr. LABATE e TARDIOLA, *La sanità integrativa in Italia*, in *La Sanità in Italia. Organizzazione, governo, regolazione, mercato*, a cura di De Vincenti, Finocchi Ghersi e Tardiola, Il Mulino, Bologna, 2011; cfr. PAMMOLLI e SALERNO, *L’integrazione pubblico-privato nel finanziamento della sanità e dell’assistenza alla persona: una ricostruzione del quadro normativo per gli strumenti di copertura privati e alcuni suggerimenti per la sua definizione a regime*, in *Quaderno Cerm*, n. 3, 2010.

⁴¹⁸ Si rimanda al Decreto Legislativo 18 febbraio 2000, n. 41, “Disciplina del trattamento fiscale dei contributi di assistenza sanitaria”, a norma dell’articolo 10, comma 1, lettera l), della legge 13 maggio 1999, n. 133”, pubblicato nella *GU* n.52 del 3-3-2000.

⁴¹⁹ Al riguardo, cfr. PROCOPIO, *Trattamento tributario dei contributi versati ai fondi sanitari*, in *Diritto e pratica tributaria*, v. 83, f. 2, p. 1, 2012, pp. 369-383; GELMETTI, *Ambiti di intervento dei fondi sanitari integrativi*, in *Enti non profit*, v. 10, f. 8/9, 2008, pp. 538-540.

⁴²⁰ Cfr. MICOCCI, CONCAS e MAGNONI, *Fisco e Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 151, 2011, cit., pp. 39-40; ID, *Prestazioni, rendimenti e fiscalità nei Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 152, 2011, pp. 34- 37.

⁴²¹ Si rimanda al Decreto del Ministro della Salute del 31 Marzo 2008, “*Ambiti di intervento delle prestazioni sanitarie e sociosanitarie erogate dai fondi sanitari integrativi del Servizio Sanitario nazionale e da enti e casse aventi esclusivamente fini assistenziali*”, pubblicato sulla *G.U. n.141 del 18 Giugno 2008*, in [http://www.anaao.it/userfiles/DM_31marzo\(1\).pdf](http://www.anaao.it/userfiles/DM_31marzo(1).pdf).

*promosso l'orientamento ad estendere i fondi verso la componente sociale e sociosanitaria, veicolando verso i fondi stessi la quota di spesa che i cittadini sostengono privatamente in questi settori ed usando come "volano" le prestazioni ad oggi già erogate dai fondi.*⁴²²

In aggiunta a quelle dettate dal D.lgs. 502/1992, è previsto che i Fondi Sanitari Integrativi possano svolgere anche le prestazioni stabilite dall'articolo 26 della Legge n. 328/2000,⁴²³ ossia "le spese sostenute dall'assistito per le prestazioni sociali erogate nell'ambito dei programmi assistenziali intensivi e prolungati finalizzati a garantire la permanenza a domicilio ovvero in strutture residenziali o semiresidenziali delle persone anziane e disabili", e "le prestazioni di assistenza odontoiatrica non comprese nei livelli essenziali di assistenza per la prevenzione, cura e riabilitazione di patologie odontoiatriche" (art. 1, comma 2, lett. a) e b) del Decreto 31 Marzo 2008).

Il Decreto Turco disciplina anche gli ambiti di intervento di enti, casse e società di mutuo soccorso, definiti come *organizzazioni prevalentemente private, variamente nominate, che raccolgono, su base volontaria, risparmio dei singoli cittadini o di gruppi di cittadini o risparmio di tipo contrattuale, al fine di fornire prestazioni che integrano quelle assicurate dal Servizio sanitario nazionale, secondo modalità non orientate al profitto,*⁴²⁴ aventi esclusivamente fine assistenziale, che comprendono "il complesso delle prestazioni sanitarie e socio-sanitarie da essi assicurate secondo i propri statuti e regolamenti, i costi di compartecipazione alla spesa sostenuti dai cittadini nella fruizione delle prestazioni del servizio sanitario nazionale e gli oneri per l'accesso alle prestazioni erogate in regime di libera professione intramuraria" (art. 1, comma 3).⁴²⁵

Con l'emanazione del Decreto del 31 Marzo 2008, infine, si è istituita l'Anagrafe dei fondi sanitari presso il Ministero della Salute, da considerarsi come una banca dati necessaria a monitorare il numero e le caratteristiche dei fondi medesimi, i quali, insieme ad enti, casse e società di mutuo soccorso, sono chiamati a comunicare annualmente all'anagrafe la seguente documentazione: "atto costitutivo; regolamento; nomenclatore delle prestazioni garantite; bilancio preventivo e consuntivo; modelli di adesione relativi al singolo iscritto ed eventualmente al nucleo familiare. Con decreto ministeriale sono definite le procedure e le modalità di funzionamento dell'anagrafe dei Fondi, nonché i termini di presentazione della documentazione" (art. 2, comma 2 e 3).

Il successivo intervento in materia è effettuato dal Ministro Sacconi, il quale, nel "Libro bianco",⁴²⁶ indica i Fondi sanitari integrativi quale secondo pilastro del Servizio Sanitario Nazionale.

⁴²² Cfr. MASTROBUONO, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e sociosanitaria: programma di interventi per lo sviluppo*, Intervento al corso di "Management dei Fondi Sanitari Integrativi" presso la Luiss Business School, Roma, 2011.

⁴²³ Si veda Legge 8 novembre 2000, n. 328, "Legge quadro per la realizzazione del sistema integrato di interventi e servizi sociali", pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 265 del 13 novembre 2000 - Supplemento ordinario n. 186, in <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/00328l.htm>.

⁴²⁴ Cfr. MASTROBUONO e GUZZANTI, *Il finanziamento delle attività e delle prestazioni sanitarie. Il ruolo delle forme integrative di assistenza*, Il Pensiero Scientifico Editore, Roma, 1999.

⁴²⁵ Cfr. RUBINO, *La contrattazione di primo livello*, in AA. VV., *L'alternativa al pubblico? Le forme organizzate di finanziamento privato nel welfare sociale*, a cura di Gori, Franco Angeli, 1^a ed., 2012, pp. 79-82.

⁴²⁶ Per quanto riguarda il "Libro Bianco sul futuro del modello sociale - La vita buona nella società attiva" del Ministero del Lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali, cfr. <http://www.cisaluniversita.org/download/Libro%20Bianco%20sul%20futuro%20del%20modello%20sociale%20-%20anno%202009.pdf>, Maggio 2009.

Tale “Libro Bianco” nasce, seguendo la strada già percorsa dall’Unione Europea,⁴²⁷ al fine di *promuovere la salute perché ciò consente di ridurre la povertà, l’emarginazione e il disagio sociale e anche di incrementare la produttività del lavoro, i tassi di occupazione, la crescita complessiva della economia. Allo stesso modo, un aumento della qualità del lavoro e delle occasioni di impiego per un arco di vita più lungo, così come un contesto favorevole alla occupabilità e alla mobilità sociale, qualunque sia il punto di partenza di ciascuno, si traducono in maggiore salute e benessere psico-fisico.*

La redazione del suddetto Libro Bianco⁴²⁸ è avvenuta sulla base dei consistenti materiali prodotti dalla consultazione avviata, nel 2008, con la pubblicazione del Libro Verde sul futuro del modello sociale, *secondo una prassi ricorrente nella Unione ma nuova in Italia. Ad essa hanno preso parte oltre mille soggetti tra istituzioni, organizzazioni rappresentative di interessi e di valori, singoli cittadini. Il testo prodotto è largamente debitore del loro prezioso contributo. Come già il Libro Verde, anche il Libro Bianco è dedicato ai giovani e alle loro famiglie. La dedica vuole essere sostanziale, non formale, perché un rinnovato modello sociale orientato a promuovere l’autosufficienza di ciascuna persona, di tutte le persone, è essenziale per ricostruire la fiducia nel futuro.*⁴²⁹

In questa logica sistematica si comprende la ragione per cui viene emanato il Decreto 27 Ottobre 2009, c.d. Decreto Sacconi,⁴³⁰ che disciplina le funzioni e i meccanismi di iscrizione all’Anagrafe dei fondi sanitari integrativi e individua le prestazioni garantite dai fondi stessi. In particolare, vengono previste “prestazioni sociali a rilevanza sanitaria da garantire alle persone non autosufficienti al fine di favorire l’autonomia e la permanenza a domicilio, con particolare riguardo all’assistenza tutelare, all’aiuto personale nello svolgimento delle attività quotidiane, all’aiuto domestico familiare, alla promozione di attività di socializzazione volta a favorire stili di vita attivi, nonché le prestazioni della medesima natura da garantire presso le strutture residenziali e semi-residenziali per le persone non autosufficienti non assistibili a domicilio, incluse quelle di ospitalità alberghiera; le prestazioni sanitarie a rilevanza sociale, correlate alla natura del bisogno, da garantire alle persone non autosufficienti in ambito domiciliare, semi-residenziale e residenziale, articolate in base alla intensità, complessità e durata dell’assistenza; le prestazioni finalizzate al recupero della salute di soggetti temporaneamente inabilitati da malattia o infortunio, quali la fornitura di ausili o dispositivi per disabilità temporanee, le cure termali e altre prestazioni riabilitative rese da strutture sanitarie autorizzate non comprese nei livelli essenziali di assistenza; le prestazioni di assistenza odontoiatrica compresa la fornitura di protesi dentarie” (art. 2 del Decreto Sacconi). A ciò aggiungasi che il Decreto analizzato dispone *l’obbligo per fondi sanitari integrativi del Ssn, enti, casse e società di mutuo soccorso aventi esclusivamente fine assistenziale di destinare una quota non inferiore al 20% dell’ammontare complessivo delle risorse destinate alla copertura di tutte le prestazioni garantite ai propri assistiti principalmente a tre classi di*

⁴²⁷ Si fa riferimento, in tale sede, al “Libro bianco-Un impegno comune per la salute: approccio strategico dell’UE per il periodo 2008-2013” della Commissione delle Comunità Europee, COM(2007) 630 definitivo, 23 Ottobre 2007, Bruxelles, in http://ec.europa.eu/health/archive/ph_overview/documents/strategy_wp_it.pdf.

⁴²⁸ Cfr. DIRINDIN, *Il Libro bianco sul nuovo welfare*, in *Politiche sanitarie*, v. 10, 2009, pp. 109-115.

⁴²⁹ Cfr. SACCONI, *Presentazione*, in “Libro Bianco sul futuro del modello sociale - La vita buona nella società attiva” del Ministero del Lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali, Maggio 2009, cit., p. 5.

⁴³⁰ Si veda il Decreto 27 Ottobre 2009 del Ministro del Lavoro, della Salute e delle Pratiche Sociali, *Modifica al decreto 31 marzo 2008, riguardante “Fondi sanitari integrativi del Servizio sanitario nazionale”*, pubblicato nella GU n. 12 del 16-1-2010, in <http://www.previdir.it/public/decretosacconi.pdf>.

*prestazioni: l'assistenza odontoiatrica, l'assistenza sociosanitaria a favore dei non autosufficienti e le cure per il recupero dei temporaneamente inabili, inclusi i dispositivi medici fino alle cure termali e alla riabilitazione, oltre i livelli essenziali di assistenza.*⁴³¹

L'emanazione del Decreto Turco e, in seguito, del Decreto Sacconi sono da inserire in un contesto all'interno del quale il Sistema Sanitario Nazionale *non assicurava più certe tipologie di prestazioni alle condizioni equitative del passato: appare funzionale, dunque, delineare un nuovo quadro di relazioni pubblico-privato equiparando ai fondi sanitari "doc" gli altri fondi (enti, casse e società di mutuo soccorso aventi fine esclusivamente esistenziale) che forniscono prestazioni anche sovrapposte a quelle del SSN, ai fini degli incentivi fiscali che sono il loro più rilevante stimolo.* Ciò a due condizioni: almeno una percentuale minima delle risorse raccolte deve essere finalizzata alla copertura di quelle prestazioni che sono da considerarsi, a giudizio dei pubblici poteri, integrative del SSN e che i fondi suddetti si iscrivano all'anagrafe e facciano pervenire alla stessa le informazioni richieste inerenti alle loro caratteristiche. Viene così data attuazione ad *un meccanismo di gestione del modello di integrazione effettivo tra la componente pubblica e privata*⁴³² e, pertanto, viene mantenuta la promessa presente nel "Libro bianco" di affiancare al Welfare sanitario tradizionale il "secondo pilastro" dell'assistenza integrativa, frutto della contrattazione collettiva.⁴³³

È con riguardo a tale contesto disciplinare che deve essere valutato il ruolo centrale svolto dall'anagrafe dei fondi sanitari,⁴³⁴ la quale consente di monitorare l'attività dei fondi sanitari integrativi e di enti, casse e società di mutuo soccorso e di avere una rassegna completa di tutte le forme eterogenee che operano nella sanità privata. In particolare, le procedure e le modalità di funzionamento dell'Anagrafe, istituita presso il Ministero della Salute, sono stabilite con Decreto ministeriale del 27 Ottobre 2009. All'Anagrafe devono iscriversi sia i fondi sanitari integrativi del servizio sanitario nazionale, istituiti o adeguati ai sensi dell'art. 9 del decreto legislativo 20 dicembre 1992, n. 502 e successive modificazioni, sia gli enti, casse e società di mutuo soccorso aventi esclusivamente fine assistenziale. L'iscrizione all'anagrafe avviene esclusivamente per via telematica attraverso un apposito sistema denominato SIAF: Sistema informatico anagrafe fondi sanitari. La registrazione, l'iscrizione e il rinnovo dell'iscrizione vengono effettuati al 31 luglio di ciascun anno. L'attestazione dell'avvenuta iscrizione all'Anagrafe da parte dei fondi sanitari sarà rilasciata dall'Ufficio V della Direzione Generale della Programmazione sanitaria, dei livelli di assistenza e dei principi etici di sistema del Ministero della Salute (art. 3 del Decreto del 27 ottobre 2009).⁴³⁵ È evidente come *l'anagrafe contribuisca a risolvere un primo step (censimento) verso la definizione della funzione di vigilanza, ma restano aperte le questioni*

⁴³¹ Cfr. PANERI, *I fondi sanitari integrativi*, cit., p. 425.

⁴³² Cfr. PACI, *Imprese di Assicurazione e fondi sanitari integrativi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 2, 2011, cit., p. 552.

⁴³³ Cfr. TURNO, *Sanità Privata, partono i fondi integrativi del Ssn*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Novembre 2009.

⁴³⁴ Per quanto concerne l'Anagrafe dei fondi sanitari, si rimanda a http://www.salute.gov.it/portale/ministro/p4_8_0.jsp?lingua=italiano&label=servizionline&idMat=PS&idAmb=AFIS&idSrv=01&flag=P.

⁴³⁵ Cfr. MASTROMATTEO, *Fondi Integrativi di assistenza sanitaria*, in *Contabilità finanza e controllo*, v. 33, f. 1, 2010, p. 76.

*sui poteri effettivi che tale funzione deve esercitare: potere ispettivo, potere sanzionatorio, potere di indirizzo e così via.*⁴³⁶

Sotto altro profilo, occorre analizzare i modelli gestionali dei fondi sanitari, che si distinguono tra fondi a gestione assicurativa, fondi a gestione diretta, c.d. autogestione, e quelli a gestione mista. Il modello del fondo assicurato *prevede una delega totale, che non richiede significate competenze sanitarie e investimenti, ma comunque capacità di selezionare le compagnie e di definire i contenuti della copertura.* Questo modello può presentare due varianti: *una copertura assicurativa con logica di rimborso indennitario, di impostazione più tradizionale, concepita come rimborso degli oneri sostenuti dall'assicurato, tipicamente ex-post, e una con logica di servizio assistenziale, che indennizza l'assicurato con vari servizi, tra i quali rileva quello di coprire il bisogno finanziario relativo allo stato di salute.* D'altro lato, *il fondo autogestito adotta un modello di prestazioni di servizi più complesso e articolato di quello assicurato in quanto decide il mix fra attività svolta internamente e delegata all'esterno in funzione della valutazione del rapporto prezzo qualità delle prestazioni.*⁴³⁷

*Naturalmente i diversi modelli elencati comportano sostanziali differenze dal punto di vista del management del fondo, soprattutto per quanto riguarda le attività della pianificazione strategica e del mantenimento dell'equilibrio finanziario. Va però sottolineato che, indipendentemente dal modello adottato, il gestore deve comunque scegliere se utilizzare una funzione amministrativa interna, o affidare in outsourcing tale attività.*⁴³⁸

Ciò posto, si comprende che, nonostante *la caduta della spesa per consumi e l'avversione verso nuove spese, c'è un costante e particolare interesse degli italiani per le spese relative alla tutela della salute.*⁴³⁹ In tale contesto, si comprende la rilevanza attribuita alla sanità integrativa e l'impegno messo per incentivare tale area sociale.

Uno dei principali problemi è la presenza di *un vero e proprio vuoto informativo e di conoscenza, che ovviamente rende non facile la promozione delle potenzialità dei Fondi:* infatti, da un'indagine Censis Previmedical del 2013 è risultato che il 33,6% degli intervistati non ha mai sentito parlare di Fondi sanitari integrativi e un ulteriore 34,9% ne ha sentito parlare ma non sa esattamente cosa siano. Si conferma quindi la necessità di uno *sforzo di promozione della conoscenza e dell'informazione in subiecta materia: occorrono campagne comunicative ampie, capillari e modulate sui vari target, in grado di veicolare con linguaggi e canali adatti le informazioni utili a capire cosa sia la sanità integrativa.* Allo stesso tempo, appare evidente la necessità di incentivare il ricorso a tale tipologia di assistenza e per ottenere tale risultato occorre fare leva su determinati fattori che impattano positivamente sulla percezione dei cittadini. È necessario migliorare *l'accesso e la qualità alle cure,*

⁴³⁶ Cfr. OLIVIERI, *Amministrazione, finanza e controllo di gestione dei fondi di assistenza sanitaria integrativa*, Intervento al corso di “*Management dei Fondi Sanitari Integrativi*” presso la Luiss Business School, Roma, 16 Aprile 2011, cit., p. 35.

⁴³⁷ Cfr. PACI, op. ult. cit., cit., pp. 557-562; si veda altresì CARNIOL, *Fondi sanitari: modelli gestionali e normativi per un welfare integrato. Welfare complementare e Assistenza sanitaria integrativa: problematiche, prospettive e operatività*, in <http://www.towerswatson.com/it-IT>, 26 Ottobre 2013.

⁴³⁸ Cfr. OLIVIERI, op. ult. cit., cit., p.5.

⁴³⁹ Cfr. COLICELLI, *Sanità pubblica, Sanità privata ed Assistenza Sanitaria integrativa*, Intervento alla 3ª ed. del Welfare Day su “*Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro*”, 4 Giugno 2013, Roma.

rendendo i tempi più rapidi; bisogna personalizzare l'offerta, rendendola flessibile rispetto alle esigenze dei sottoscrittori.⁴⁴⁰

La propensione alla sanità integrativa rientra in un progetto più ampio di welfare e va, dunque, valorizzata *anche nella prospettiva di ridare slancio a quella crescita che non deve necessariamente passare per un ripristino dei livelli e della composizione dei consumi precedenti la crisi*. Si configura in tale prospettiva *una funzione quasi educativa, di crescita sociale complessiva, ed un meccanismo di responsabilizzazione sociale, oltre che individuale, e di allocazione molecolare virtuosa delle risorse private*.⁴⁴¹

Il nostro sistema sanitario è sempre meno in grado ormai di fornire risposte adeguate alle necessità dei cittadini. Ciò vale sia in termini di cure sia in termini di tempi di attesa per l'accesso alle prestazioni. Da qui, rileva la necessità di ricevere un adeguato servizio di assistenza sanitaria integrativa, che rappresenta uno strumento di tutela e sostegno in caso di necessità, perché il benessere psico-fisico di una persona ne condiziona positivamente anche l'attività professionale.⁴⁴²

Nonostante i Decreti Turco e Sacconi siano stati fondamentali come impulso per il processo di costruzione del “secondo pilastro” attraverso la sanità integrativa, *non si può non notare alcuni rilevanti aspetti che, con ulteriori interventi normativi, consentirebbero di completare la regolazione del settore, nonché di definire un vero e proprio sistema di governance*.⁴⁴³

Varie sono le proposte che possono essere avanzate in *subiecta materia*. Si potrebbe garantire, attraverso i fondi, il collegamento dei settori sanitario e sociale/sociosanitario. *Proseguire il completamento del quadro normativo per dare ai fondi un assetto definitivo e coerente con gli obiettivi prefissati ed introdurre, almeno in una prima fase, meccanismi di copertura del rischio distinti sulla base del livello di disabilità/non autosufficienza*. Ed ancora. *Inserire i fondi nelle politiche di contrattazione sindacale, nazionale, a livello di comparto, e a livello di contrattazione integrativa/aziendale. Favorire sia l'integrazione e la collaborazione tra i fondi e le realtà istituzionali del territorio (Regioni, Comuni, ASL ed altri enti territoriali ed i soggetti che operano nel mondo del no profit), sia il ruolo delle assicurazioni, garantendo il coordinamento delle politiche a sostegno dei fondi con quelle inerenti il mondo assicurativo e cercando di favorire e non ostacolare il dialogo tra questi due settori*. Da ultimo, rileva anche l'individuazione di modalità informative atte a promuovere i fondi integrativi ed a garantire alla collettività conoscenza e trasparenza. Tutto ciò deve essere volto a favorire la crescita di una “cultura” dei fondi, attraverso iniziative atte a sensibilizzare ed a responsabilizzare sul tema tanto i cittadini quanto le istituzioni.⁴⁴⁴

⁴⁴⁰ Cfr. FONDAZIONE CENSIS, *I Fondi Sanitari Integrativi: il punto di vista degli italiani*, in *Il ruolo della sanità integrativa nel servizio sanitario nazionale-Sintesi dei principali risultati*, 4 Giugno 2013, Roma, cit., pp. 16-24.

⁴⁴¹ Cfr. FONDAZIONE CENSIS, *I Fondi Sanitari Integrativi: il punto di vista degli italiani*, cit., p. 25; al riguardo, si veda altresì COLLICELLI, *Le prospettive della sanità integrativa: aspetti sociali ed economici*, in http://www.censis.it/14?shadow_ricerca=120987, 27 Novembre 2013.

⁴⁴² Cfr. ALESSANDRUCCI, *Assistenza sanitaria integrativa: CoLAP e Assidai siglano una convenzione per il 2014*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 Febbraio 2014, Roma.

⁴⁴³ Cfr. OLIVIERI, op. ult. cit., cit., p. 26.

⁴⁴⁴ Cfr. MASTROBUONO, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e sociosanitaria: programma di interventi per lo sviluppo*, cit., pp. 34-38; ID, *Il sistema sanitario nazionale e i fondi sanitari e sociosanitari integrativi: ipotesi e prospettive di riforma*, Intervento alla 3ª ed. del Welfare Day “Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro”, 4 Giugno 2013, Roma, cit., pp. 36-38.

Occorre sviluppare maggiormente la disciplina inerente all'assistenza sanitaria. Questa rientra in uno dei vari bisogni a cui il sistema di Welfare integrato, o secondo Welfare, dovrebbe saper rispondere. Il punto è che manca *una disciplina sostanziale e fiscale chiara e operativamente valida per l'assistenza sanitaria. Esiste una sovrapposizione tra normative fiscali oramai obsolete in materia di Welfare aziendale nella superata distinzione tra benefits fiscalmente agevolati e prestazioni socialmente utili offerte "paternalisticamente" dal datore di lavoro. La scarsa diffusione dei fondi integrativi di assistenza sanitaria è, pertanto, dovuta all'assenza di una regolamentazione amministrativa e ad una serie di incertezze legate all'oggetto dei fondi e del loro trattamento fiscale.*⁴⁴⁵

In tale prospettiva, rileva il "Progetto Salute 2020" presentato a Malta nel Settembre del 2012 dall'Organizzazione Mondiale della Salute (OSM), volto al "miglioramento significativo del livello di salute e di benessere delle popolazioni, la riduzione delle disuguaglianze in ambito sanitario, il rafforzamento dei sistemi sanitari pubblici; la centralità della persona all'interno di sistemi sanitari caratterizzati da universalità dell'assistenza, l'equità, la sostenibilità e l'alta qualità".⁴⁴⁶

*Un buono stato di salute si riverbera positivamente su tutti i settori e sull'insieme delle società. La salute, pertanto, è una risorsa preziosa, da proteggere e sviluppare.*⁴⁴⁷

⁴⁴⁵ Cfr. MARCHETTI, *La fiscalità della previdenza complementare: stato dell'arte e possibili scenari futuri*, cit.

⁴⁴⁶ Si rimanda, in tal senso, *Salute 2020-Un quadro politico europeo per sostenere la salute e il benessere tra i governi e all'interno della società*, in http://www.progettomattoneinternazionale.it/upload/mattone/gestionedocumentale/health%202020_784_2615.df

⁴⁴⁷ Cfr. ANSI, *La sfida della tutela della salute tra nuove esigenze del sistema sanitario e obiettivi di finanza pubblica*, Intervento presso la Camera dei Deputati, Commissioni riunite V (Bilancio, tesoro e programmazione economica) e XII (Affari sociali), in <http://www.slideshare.net/mbamutua/allegato-intervento-alla-camera>, 10 Settembre 2013, Roma, cit., p. 3.

CAPITOLO 3

LA DIRETTIVA 2011/61/UE (“AIFMD”) SUI GESTORI DEI FONDI D’INVESTIMENTO ALTERNATIVI

3.1 La ridefinizione del mercato dei fondi di investimento alternativi: ragioni e finalità

Investire nel lungo periodo significa due cose: incentivare il risparmio, sia in termini quantitativi che qualitativi, al fine di raggiungere *un miglior risparmio, più efficiente e orientato al lungo periodo*, e supportare la crescita economica e le imprese in cui i prodotti del risparmio gestito investono.⁴⁴⁸

L’importante panoramica sul valore sistemico del risparmio gestito e degli investimenti di lungo termine va letta in un’ottica sia nazionale che internazionale: bisogna non limitare lo sguardo alle sole dinamiche nazionali ma, piuttosto, guardare al futuro dell’industria in un’ottica europea. Si condivide, infatti, il pensiero di chi ritiene che, *oggi, non si possono impostare modelli di business senza considerare le evoluzioni normative, e non solo, prese negli altri paesi europei. Una decisione normativa presa in un paese dell’Unione ha inevitabilmente ricadute anche a livello nazionale.*⁴⁴⁹

In tale logica sistematica, rileva che *per rendere reali per l’industria e per il nostro paese le opportunità storiche, che si presentano davanti a noi, dobbiamo incrementare i nostri rapporti con i regolatori europei.*⁴⁵⁰

Sul piano delle concretezze, occorre inserire in tale contesto la Direttiva europea 2011/61/CE, c.d. AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*),⁴⁵¹ entrata in vigore il 21 luglio 2011, che introduce una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei “gestori di fondi di investimento alternativi” (cc. dd. GEFIA). La direttiva, che è stata preceduta da un lungo dibattito a livello europeo, trae origine da una proposta della Commissione europea del 30 Aprile 2009 e deve essere recepita dai singoli Stati membri entro il 22 luglio 2013, salve le eccezioni dalla stessa disciplinate.

Le considerazioni che precedono lasciano intuire che la direttiva in oggetto è *il risultato di un lungo processo normativo*, durante il quale si sono riscontrate molte difficoltà sia inerenti alla materia sottoposta a regolamentazione sia riguardanti le divergenze politico-economico-finanziarie presenti nell’Unione. Volendo incentrare la riflessione sulla direttiva sui gestori di fondi alternativi di investimento, va subito detto che essa è *stata adottata nel rispetto della procedura Lamfalussy, introdotta nel 2001, allo scopo di rafforzare il quadro europeo della regolamentazione del settore finanziario. Tale procedura si compone di quattro livelli: adozione della legislazione quadro (livello 1), emanazione di misure esecutive di dettaglio da*

⁴⁴⁸ Cfr. LOMBARDO, *L’importanza di investire nel lungo termine*, in <https://www.youtube.com/user/salonedelrisparmio>, 17 Marzo 2014.

⁴⁴⁹ Cfr. ASTOLFI e TREZZI, *Promotori, Sgr e MIFID II: l’Italia è pronta!*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell’Università Commerciale “L. Bocconi”, Milano, 27 Marzo 2014.

⁴⁵⁰ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, cit.

⁴⁵¹ Si veda la *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 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2011:174:FULL&from=IT>.

*parte della Commissione europea, su delega del Parlamento e del Consiglio (livello 2), elaborazione tecnica da parte dell'ESMA di misure di esecuzione che assicurino una trasposizione omogenea e coerente delle disposizioni di livello 1 e 2 (livello 3), e verifica da parte della Commissione del recepimento della legislazione europea nel diritto nazionale (livello 4).*⁴⁵²

Nel gennaio del 2010 la presidenza spagnola dell'Unione Europea, continuando il lavoro della presidenza svedese e alla luce di quanto espresso dal Parlamento Europeo, *ha predisposto una nota di comparazione delle diverse proposte di direttiva su alcune questioni di rilievo.*⁴⁵³ Questo documento ha costituito la base per la prosecuzione dei lavori di elaborazione del provvedimento, che già aveva vissuto un iter complicato: alla proposta iniziale della Commissione Europea, dell'Aprile del 2009,⁴⁵⁴ sono conseguiti qualche mese dopo, più precisamente a Novembre dello stesso anno, un testo di compromesso predisposto dalla presidenza svedese⁴⁵⁵ e un rapporto presentato dal Parlamento Europeo di Jean-Paul Gauzès,⁴⁵⁶ componente della Commissione affari economici e monetari.

A tali eventi normativi si aggiunga che, durante il 2010, nonostante la presidenza svedese avesse dichiarato che la direttiva era pronta all'80%, sono state analizzate e confrontate due diverse bozze e varie proposte riguardanti alcuni temi delicati inerenti all'*ambito di applicazione della direttiva, alle modalità di valutazione degli assets del fondo, alle remunerazioni dei gestori, al depositario e alle modalità di circolazione dei fondi alternativi domiciliati fuori dall'Unione Europea.*

Da qui, l'esigenza di giungere ad un compromesso, elaborato dal Parlamento Europeo, tra due diverse tipologie di richieste ai fini della concessione del "passaporto", necessario per operare all'interno del mercato unico dell'Unione Europea. Infatti, se, da una parte, alcuni Paesi europei chiedevano *requisiti rigidi fin da subito*, dall'altra, ce ne erano altri, tra cui rileva in primis il Regno Unito, *che temevano che una normativa troppo rigida e costosa avrebbe potuto provocare l'esodo in massa delle società hedge verso piazze finanziarie fuori dai confini comunitari, in particolare la Svizzera.*⁴⁵⁷

Tale complesso dispositivo riguarda la gestione a livello europeo di oltre duemila cento miliardi di euro in fondi riservati, fondi hedge, fondi immobiliari e altri tipi di fondi alternativi e *i gestori italiani coinvolti dalla direttiva sono al secondo posto in Europa per*

⁴⁵² Cfr. CAROTENUTO, *Misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi ("AIFMD")*, in <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/02/misure-attuative-della-direttiva-sui-gestori-dei-fondi-di-investimento-alternativi-aifmd.php>, 2 Febbraio 2012.

⁴⁵³ In tal senso si veda *Spanish Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, in http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,5794/aifm-spanish-pres_inote.pdf, Bruxelles, 11 Gennaio 2010.

⁴⁵⁴ Cfr. DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, *Proposal for a on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,5794/aifm-initial-prop.pdf>, Bruxelles, 30 Aprile 2009.

⁴⁵⁵ Si rimanda a *Swedish Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,5794/aifm-swedish-proposal.pdf>, Bruxelles, 14 Dicembre 2009.

⁴⁵⁶ Al riguardo si veda *Draft Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council*.

on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, in http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,5794/aifm_gauzes-rep.pdf, 23 Novembre 2009.

⁴⁵⁷ Cfr. ASSOGESTIONI, *La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010, cit., pp. 59-60.

*masse gestite dopo la Gran Bretagna per quanto riguarda i fondi hedge, e al terzo posto per i fondi immobiliari.*⁴⁵⁸

La normativa che ci occupa si applica ai fund manager europei che gestiscono fondi, sia europei che non, e ai fund manager non europei che gestiscono e commercializzano fondi nell'Unione europea. In particolare, la categoria di gestori a cui la direttiva si rivolge è circoscritta a coloro che gestiscono una somma complessiva superiore ai 100 milioni di euro. Di conseguenza, i fund manager che si trovano a gestire *assets* al di sotto della suddetta soglia devono conformarsi solamente ai requisiti di iscrizione nei confronti della competente autorità di sorveglianza dello Stato membro di appartenenza.⁴⁵⁹

Come già accennato, l'AIFMD si focalizza sui GEFIA, ossia sui gestori di fondi d'investimento alternativi, tralasciando, invece, la regolamentazione esplicita e diretta dei singoli fondi d'investimento alternativi, cc. dd. FIA, i quali continuano ad essere disciplinati a livello nazionale. La ragione per cui il legislatore non ha disciplinato la struttura e la composizione del portafoglio di quest'ultimi e non ha predisposto regole comuni a tipologie di FIA risiede nel fatto che le categorie di organismi d'investimento collettivo inclusi nella definizione di FIA sono molto diverse tra loro e, dunque, un intervento disciplinare in tale direzione sarebbe risultato inadeguato.⁴⁶⁰ *Come suggerito dalla stessa rubrica della norma essa si preoccupa di disciplinare non tanto i fondi di investimento alternativi, a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri dell'Unione che ne renderebbe complicata l'armonizzazione, bensì i gestori di questi ultimi.*⁴⁶¹

In siffatta logica sistematica, si spiega inoltre la disposizione rintracciabile nella direttiva in esame, che permette ad ogni Stato membro di continuare a regolamentare autonomamente, a livello nazionale, FIA stabiliti nel proprio territorio.

I fattori che hanno condotto il legislatore comunitario ad introdurre la direttiva AIFMD sono principalmente tre. In primo luogo, rileva *il programma di lungo periodo della Commissione europea*, con il quale si è avviato, già a partire dal 2005, periodo durante il quale la stessa Commissione ha sottoposto ad un *dibattito pubblico le modalità percorribili per implementare un quadro normativo a livello europeo che riguardasse tutti i fondi d'investimento*, un processo volto ad estendere *la regolamentazione prudenziale e la vigilanza a tutti gli intermediari e alle attività che comportano rischi significativi*.

⁴⁵⁸ Cfr. ASSOGESTIONI, *AIFMD - La proposta di direttiva in materia di gestori di fondi alternativi; sviluppi recenti*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,5794,49,html/aifmd-la-proposta-di-direttiva-in-materia-di-gestori-di-fondi-alternativi-sviluppi-recenti>.

⁴⁵⁹ Cfr. ASSOGESTIONI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID II*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013, p. 12.

⁴⁶⁰ Cfr. SOLLIMA, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

⁴⁶¹ Cfr. GHIELMI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Rivista online di Diritto Bancario*, Aprile 2012; al riguardo, si veda il *Considerando (10) della Direttiva 2011/61/CE*: *"La presente direttiva non disciplina i FIA, i quali dovrebbero pertanto poter continuare ad essere disciplinati e sottoposti a vigilanza a livello nazionale. Sarebbe eccessivo disciplinare la struttura o la composizione dei portafogli dei FIA gestiti da GEFIA a livello di Unione e sarebbe difficile conseguire un'armonizzazione così vasta a causa della grande varietà di tipi di FIA gestiti dai GEFIA. La presente direttiva non osta pertanto a che gli Stati membri adottino o continuino ad applicare disposizioni nazionali in relazione ai FIA stabiliti nel loro territorio. Infatti, il fatto che uno Stato membro possa imporre ai FIA stabiliti nel suo territorio obblighi supplementari rispetto a quelli applicabili in altri Stati membri non dovrebbe impedire ai GEFIA autorizzati conformemente alla presente direttiva in altri Stati membri l'esercizio del diritto di commercializzare, presso gli investitori professionali nell'Unione, taluni FIA stabiliti al di fuori dello Stato membro che impone gli obblighi supplementari e che pertanto non soggetti a tali obblighi né all'osservanza degli stessi"*.

La Commissione europea, già prima della crisi, aveva costituito un *gruppo di esperti*, composto a suo volta da due sub-gruppi che si occupavano rispettivamente di *hedge fund* e di fondi di *private equity*, *incaricato di migliorare l'efficienza del mercato europeo dei fondi d'investimento*. I risultati delle relazioni dei suddetti gruppi di lavoro sono state presentate alla Commissione il 4 Settembre 2006 e pubblicate il 26 Ottobre dello stesso anno. A ben considerare, il legislatore ha preso in considerazione alcuni di quei risultati e li ha inseriti nei considerando iniziali della Direttiva in oggetto nei punti riguardanti la *costituzione di un mercato interno per gli hedge fund e i fondi di private equity*, *l'autorizzazione unica che consenta di commercializzare i fondi in tutti i Paesi membri*, *un regime di private placement e le limitazioni nell'utilizzo della leva finanziaria*. Per finire, si noti come le conclusioni del gruppo di esperti, effettuate prima dell'avvento della crisi, fossero concentrate principalmente sull'*apertura del mercato e, marginalmente, sulla regolamentazione dei fondi e dei loro gestori*. In secondo luogo, una motivazione che giustifica l'intervento legislativo discusso in tale sede è rappresentata dall'assenza di una legislazione omogenea. Al riguardo va segnalato che, non solo la disciplina si articolava in una serie di *norme diverse di diritto finanziario e societario in vigore nei vari Stati Membri* di difficile conciliazione, ma si riscontrava sia un'*inadeguatezza della vigilanza in materia di rischi macroprudenziali* predisposti a livello nazionale, sia *ostacoli alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi*. Sulla base di tali elementi, si inquadrava l'impedimento per la *compiuta realizzazione di un mercato interno, una delle ragioni d'essere dell'Unione Europea*. In terzo ed ultimo luogo, occorre menzionare tra le ragioni che hanno indotto il legislatore comunitario ad emanare la direttiva AIFMD la crisi finanziaria del 2008, che ha evidenziato la vulnerabilità del mercato finanziario e la forte interconnessione tra i settori che compongono lo stesso, tra i quali si genera, soprattutto nei momenti di difficoltà economica, una sorta di effetto a catena che si ripercuote negativamente sull'intero assetto finanziario e che, pertanto, mina la stabilità dell'economia intesa a livello sistemico.⁴⁶²

Infatti, *i gestori di fondi di investimento alternativi sono responsabili della gestione di un volume consistente di attività finanziarie nell'Unione e, rappresentando volumi significativi di scambi sui mercati degli strumenti finanziari, possono contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi in tutto il sistema finanziario*. Questi rischi, che si presentano sotto molteplici forme, non soltanto interessano gli investitori nei fondi stessi, ma possono avere anche ripercussioni per i creditori, per le controparti e, quindi, per la stabilità dei mercati.⁴⁶³

Va ricordato, in proposito, che gli *hedge fund* e i *fondi di private equity*, anche se questi ultimi in misura inferiore, sono stati considerati tra quegli elementi che hanno *contribuito ad aggravare la portata della crisi*, in quanto, a causa dell'*insolvenza degli investitori* e della *diminuzione della leva* che le banche erano disposte a concedere, hanno *iniziato a liquidare in massa i loro assets* ad un prezzo inferiore a quello di mercato. Conseguentemente, le quotazioni sono precipitate e la liquidità dei mercati è stata compromessa.⁴⁶⁴

⁴⁶² Cfr. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011, cit., pp. 605-608.

⁴⁶³ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le Società*, n. 10, 2011, cit., p. 1182.

⁴⁶⁴ Cfr. LUCIANO, op. ult. cit., cit., pp. 606-607; al riguardo, si veda altresì MASCIANDARO, *Più coraggio contro la finanza tossica*, in *Il Sole 24 Ore- Finanza e mercati*, 16 Marzo 2013.

Da quanto precede risulta chiaro come il legislatore italiano, per tutelare gli interessi degli investitori in fondi speculativi e, dunque, per evitare la liquidazione dei fondi in questione, *ha introdotto nel nostro ordinamento la possibilità per i fondi della specie in oggetto di adottare misure, di carattere eccezionale, dirette a gestire le difficoltà di liquidazione degli assets in patrimonio, in funzione delle richieste di rimborso pervenute alle società di gestione di tali fondi*. Più in particolare, tale intervento è posto in essere con la finalità di evitare o limitare per molti fondi speculativi *la più drastica soluzione della liquidazione grazie all'introduzione nei regolamenti di gestione di modalità di rimborso peculiari*: ci si riferisce alla possibilità concessa alle società di gestione di fondi speculativi italiane, a partire dal 2008, di inserire *gates* o costituire strutture di *side pockets*.⁴⁶⁵

I *gates* sono *clausole regolamentari* che intendono *graduare la percentuale di rimborsi riconosciuta agli investitori interessati, in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore ad una determinata soglia*.

I meccanismi di *side-pocket*, invece, vengono presi in considerazione *quando la cessione di determinati assets non è conforme all'“interesse dei partecipanti”*, interessi non solo di natura patrimoniale, ma anche *legati alla parità di trattamento tra i partecipanti stessi*. Dunque, si è in presenza di strutture volte a *facilitare il funzionamento di OICR che detengono assets “in crisi”*, evitando situazioni in cui i partecipanti che presentano le proprie richieste di rimborso ricevono il prodotto della vendita di attivi liquidi e i partecipanti che rimangono nel fondo si trovano, di conseguenza, *“vincolati” ad un fondo il cui patrimonio rimane costituito prevalentemente di attivi problematici*.⁴⁶⁶

La crisi non ha dimostrato, tuttavia, che si sarebbe dovuta *adottare una politica di “benevolo distacco” nei confronti degli sviluppi della finanza*. Al contrario, la sua manifestazione ha fatto maturare la consapevolezza della necessità di un *profondo ripensamento del quadro regolamentare e di vigilanza, soprattutto a livello internazionale*. In un mercato finanziario globalizzato, con operatori di grandi dimensioni, *l'azione individuale di singole autorità nazionali è destinata a fallire*. Per le stesse ragioni i confini della vigilanza devono essere ampliati in modo da *ricomprendere tutti gli intermediari rilevanti, indipendentemente dallo specifico settore finanziario di appartenenza*.⁴⁶⁷

Sotto altro profilo, va sottolineato che la direttiva in questione *demanda a misure di secondo livello la definizione della normativa concernente gli aspetti che la stessa direttiva si limita a delineare solo per principi in materia di GEFIA*.

⁴⁶⁵ La possibilità di inserire tali misure nei regolamenti dei fondi speculativi italiani è stata prevista dal *“Regolamento contenente le norme attuative delle disposizioni di cui all'art. 14, commi 6, 7, 8 e 9, del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185”* pubblicato in *G.U., Serie Generale, n. 298, del 22 Dicembre 2008*, in http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/provv_161208.pdf.

⁴⁶⁶ Cfr. D'APICE e PETRONZIO, *Il side pocket e altre misure anti-crisi per i fondi speculativi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2009, cit., pp. 71-76.

⁴⁶⁷ Cfr. VISCO, *Economia e finanza dopo la crisi*, Conferenza a classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia presso l'Accademia nazionale dei Lincei, in http://www.bancaditalia.it/interventi/integov/2013/accademia-lincei/Visco_Lincei_087032013.pdf, Roma, 8 Marzo 2013, cit., p. 20.

In tale prospettiva, va inserita la pubblicazione del *parere tecnico dell'ESMA* ((European Securities and Markets Authority),⁴⁶⁸ trasmesso alla Commissione europea, il quale è incentrato sulle modalità e sulle misure di implementazione della direttiva in materia di gestori di fondi d'investimento alternativi.

Nel dettaglio, l'ESMA nel suddetto parere tratta diverse materie inerenti principalmente alle *disposizioni di carattere generale per i gestori di fondi d'investimento alternativi*, alla *relativa autorizzazione* e alle *condizioni operative degli stessi*. Ed ancora. Si concentra sulla *governance dei depositari di fondi d'investimento alternativi*, con riferimento alla quale i *profili di maggiore rilievo sono quelli attinenti alla responsabilità del depositario*, in particolare nel caso di *perdita degli assets in custodia*, nonché le *condizioni a cui è subordinata la possibilità di nominare depositari stabiliti in Paesi terzi*; sugli *obblighi in materia di trasparenza* e sulla *leva finanziaria*, definiti con il *principale obiettivo di prevenire rischi sistemici*; da ultimo, sulle *previsioni relative ai Paesi terzi*, e, più in particolare, sui *meccanismi di cooperazione e condivisione di informazioni tra autorità appartenenti all'Unione europea e non*. Tenuto conto di tale parere, la normativa comunitaria dell'AIFMD è implementata dalla Commissione europea.

A ciò aggiungasi la pubblicazione del *Discussion paper* dell'ESMA del 23 febbraio 2012, che si focalizza su determinati concetti dell'AIFMD,⁴⁶⁹ esplicitando quali attività è previsto, sulla base di quanto disposto dalla direttiva 2011/61/CE, che un gestore di fondi d'investimento alternativi svolga e in che misura tali attività possano essere delegate. Sempre nel suddetto documento, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati stabilisce le condizioni necessarie ai fini della definizione dell'ambito di applicazione della direttiva in questione, individuando *criteri funzionali a stabilire se un fondo rientri o meno nella definizione di fondi alternativi*.⁴⁷⁰

Da ultimo, il *Discussion Paper* mira a definire il confine e *l'interazione tra la direttiva AIFMD e la direttiva UCITS*, con particolare riguardo ai servizi che i soggetti autorizzati ai sensi di una delle due direttive possano prestare ai sensi dell'altra, nonché *fornire chiarimenti sul regime applicabile alle imprese d'investimento e agli enti creditizi*.⁴⁷¹

Per quanto concerne la direttiva 2009/65/CE, c.d. UCITS IV,⁴⁷² varata dalla Commissione Europea nel Giugno del 2009, essa ha riformato la normativa comunitaria in tema di OICVM, cercando di giungere alla creazione di un *mercato interno degli stessi caratterizzato da maggiore integrazione ed efficienza*. Il forte rinnovamento previsto in *subiecta materia* è finalizzato al raggiungimento di una serie di obiettivi, quali la ricerca di una maggiore

⁴⁶⁸ Cfr. ESMA (European Securities and Markets Authority), *Final Report "ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive"*, in http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_379.pdf, 16 Novembre 2011, n. 379.

⁴⁶⁹ Al riguardo cfr. ESMA (European Securities and Markets Authority), *Discussion Paper "Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM"*, in <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf>, 23 Febbraio 2012, n. 117.

⁴⁷⁰ Per la definizione di Fondi di investimento alternativi, si rimanda all'articolo 4, comma 1 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 Giugno 2011 sui gestori dei 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.

⁴⁷¹ Cfr. D'APICE, *La direttiva AIFMD: a che punto siamo*, in Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni, Factbook 2011, cit., pp. 67-69.

⁴⁷² Al riguardo si veda

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:en:PDF>.

attenzione alle dinamiche del mercato finanziario, la semplificazione e la flessibilità della commercializzazione transfrontaliera e la predisposizione di un'informativa più semplice e comprensibile. Viene da sé che la UCITS IV, proprio per ottenere quanto sopra elencato, ha introdotto una serie di novità riguardanti la regolamentazione del passaporto del gestore che, in maniera del tutto innovativa, *consente agli OICVM autorizzati in uno Stato membro di essere gestiti da una società di gestione insediata in un altro Stato membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti*. La UCITS IV prevede che una società di gestione sia soggetta alla vigilanza prudenziale del proprio Stato membro di origine, sia che questa costituisca una succursale sia che operi in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato membro. Ancora, la normativa in esame armonizza le procedure di fusione e consente la costituzione di *OICVM cosiddetti feeder, che si caratterizzano per investire almeno l'85% del proprio patrimonio in un altro OICVM, detto master*, permettendo così di raggiungere significative economie di scala. Da ultimo, è stato introdotto dalla suddetta direttiva comunitaria un documento informativo, il *Key Investor Information Document (KIID)*, il quale conterrà le informazioni essenziali che i potenziali investitori devono ricevere prima della sottoscrizione di un OICVM.⁴⁷³

Le considerazioni che precedono ci fanno comprendere che i mercati europei dei fondi di investimento sono stati dominati per lungo tempo dai prodotti che operano nel quadro definito dalla direttiva 2009/65/CE. Con l'implementazione della direttiva 2011/61/UE, invece, sono state introdotte norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi che gestiscono o commercializzano fondi d'investimento alternativi nell'ambito dell'Unione Europea.⁴⁷⁴ La AIFMD disciplina, infatti, tutti quei soggetti non rientranti nell'ambito di applicazione della UCITS e che vengono individuati per differenza, ossia gli hedge funds, i fondi di private equity, che *per la prima volta sono oggetto di disciplina specifica a livello europeo*,⁴⁷⁵ i fondi di venture capital, i fondi immobiliari, i fondi di materie prime, quelli infrastrutturali e tutte le altre particolari tipologie di fondi istituzionali.

Non va tralasciato di considerare, tuttavia, che il processo di evoluzione normativa cui ci si riferisce è completato dalle previsioni di dettaglio contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012⁴⁷⁶ e dalle misure di terzo livello adottate dall'ESMA, sopra esplicate.

Il Regolamento, entrato in vigore il 22 luglio 2013 e direttamente applicabile in tutti gli Stati membri, *tratta materie centrali della direttiva AIFM, contiene disposizioni attuative della*

⁴⁷³ Cfr. ASSOGESTIONI, *Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010, cit., pp. 41-45.

⁴⁷⁴ Cfr. D'APICE, *Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

⁴⁷⁵ *"L'armonizzazione nell'industria del private equity potrebbe essere un'opportunità per i gestori del nostro Paese se non ci sarà attività di gold plating e se l'implementazione sarà tempestiva"*. Al riguardo cfr. BECHI, *L'impatto della Direttiva AIFM sulle società di private equity*, Intervento al Convegno *"L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva"*, Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

⁴⁷⁶ Si rimanda, in tal senso, al REGOLAMENTO DELEGATO (UE) N. 231/2013 DELLA COMMISSIONE del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:083:0001:0095:IT:PDF>.

direttiva AIFM in tema di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, il cui contenuto risulta sostanzialmente coerente con la normativa regolamentare nazionale attualmente vigente.⁴⁷⁷ In questa stessa occasione Consob e Banca d'Italia hanno pubblicato un documento congiunto,⁴⁷⁸ secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, che dà il via libera all'attuazione della AIFMD e che "definisce regole armonizzate applicabili ai gestori di tutti i fondi di investimento diversi da quelli ricompresi nella direttiva 2009/65/CE e che prevede l'applicazione ai gestori stessi di regole di condotta, di trasparenza informativa e di requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio analoghi a quelli previsti per le società di gestione di fondi comuni armonizzati". Il documento congiunto è volto a fornire "alcuni chiarimenti ed indicazioni tesi a chiarire le regole applicabili dal 22 luglio 2013 e sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento della AIFMD", ricordando che "il contenuto del Regolamento risulta sostanzialmente coerente con la normativa regolamentare nazionale attualmente vigente".⁴⁷⁹

Si riscontra, inoltre, che una tappa significativa è quella del 22 luglio 2013, in quanto in tale data è scaduto il termine per il recepimento della direttiva AIFM negli ordinamenti nazionali (art. 66 AIFMD); sono entrati in vigore il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, il Regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* (EuVECA)⁴⁸⁰ e il Regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).⁴⁸¹ Questi ultimi due *ritagliano, all'interno del regime AIFMD, una disciplina speciale, armonizzata a livello comunitario, sui gestori europei sotto-soglia di talune specifiche tipologie di FIA EU, identificati in ragione degli specifici limiti di investimento e modalità gestionali ammissibili (investimenti in PMI o imprese sociali). Anche laddove il gestore si situi sopra-soglia potrà continuare ad utilizzare le denominazioni EuSEF ed EuVECA sempreché continui a gestire gli OICR secondo le disposizioni sancite dai due regolamenti comunitari ed applichi le disposizioni AIFMD.*⁴⁸²

Altro significativo momento di tale processo è rappresentato dalla pubblicazione, nel Giugno 2013, da parte della Commissione europea, di una Proposta di Regolamento sui Fondi Europei di Investimento a Lungo Termine, cc.dd. ELTIF.⁴⁸³ Lo scorso mese di agosto, inoltre,

⁴⁷⁷ Cfr. RUSSO, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

⁴⁷⁸ Al riguardo si veda la Comunicazione congiunta Consob - Banca d'Italia in attuazione della direttiva sui gestori di fondi investimento alternativi, in http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/comunicazione_consob_bi_26_07_2013.htm.

⁴⁷⁹ Cfr. D'ARCO, *Via libera al Passaporto Europeo per i fondi alternativi*, in <http://www.advisoronline.it/normative-e-fisco/aifmd/21717-via-libera-al-passaporto-europeo-per-i-fondi-alternativi1.action>, 27 Luglio 2013.

⁴⁸⁰ Si veda REGOLAMENTO (UE) N. 345/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital*, in <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:IT:PDF>.

⁴⁸¹ In tale direzione, cfr. REGOLAMENTO (UE) N. 346/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, in <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0018:0038:IT:PDF>.

⁴⁸² Cfr. ZUCCHELLI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi ed il suo recepimento*, Intervento presso la LUISS Guido Carli, Roma, 5 Dicembre 2013.

⁴⁸³ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, in <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0462:FIN:IT:PDF>, Bruxelles, 26 Giugno 2013, COM(2013) 462 final.

è stata pubblicata la legge 6 Agosto 2013, n. 96, concernente “Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea - Legge di delegazione europea 2013” recante, all’articolo 12, la delega al Governo per l’attuazione della direttiva AIFMD.⁴⁸⁴

La Legge di delegazione europea, entrata in vigore lo scorso 4 settembre 2013, imponeva al Governo l’esercizio della delega per l’attuazione della direttiva AIFM entro il termine di tre mesi dalla sua entrata in vigore. Lo scorso 4 dicembre il Consiglio dei Ministri ha approvato in via preliminare lo schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva AIFM. Il decreto, dopo il vaglio delle commissioni parlamentari chiamate a esprimere pareri di competenza, è stato approvato in via definitiva dal Consiglio dei Ministri lo scorso 28 febbraio.^{485 486}

In particolare, la rilevanza ascritta allo schema di decreto legislativo risulta evidente dal fatto che esso comporta un ripensamento della struttura del titolo III del TUF, ossia quello dedicato alla gestione collettiva del risparmio, dovuto alle numerose modifiche alla disciplina primaria. *Il recepimento della direttiva AIFMD sta modificando profondamente, nell’ordinamento italiano, il quadro della disciplina della gestione collettiva del risparmio, introducendo tra l’altro nuove categorie di soggetti e di prodotti, precedentemente non previsti nel Testo Unico,*⁴⁸⁷ e disponendo la suddivisione di quest’ultimo secondo varie macro aree, quali (i) Soggetti autorizzati italiani (Sgr, Sicav e Sicaf) e attività esercitabili ai sensi delle direttive UCITS e AIFM e delle relative disposizioni di attuazione; (ii) Disciplina degli Oicr italiani (fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf in gestione esterna, strutture master-feeder, fusione e scissione); (iii) Operatività transfrontaliera dei gestori italiani ed esteri; (iv) Commercializzazione di OICR (in Italia di OICVM UE, FIA riservati, FIA non riservati); (v) Obblighi per le SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti; (vi) Disciplina del depositario.⁴⁸⁸

Inoltre, per via del delineato orientamento normativo, *l’adeguamento del TUF si è sostanzialmente configurato attraverso un intervento sull’impianto definitorio, che si è esplicato mediante l’introduzione della nozione di FIA (in alternativa a quella di OICVM, ed entrambe ricomprese all’interno della più generale categoria di OICR), ovvero l’OICR “rientrante nell’ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE”. L’azione di recepimento del d.lgs. 44/2014*⁴⁸⁹ *è consistita nell’inserimento nel TUF delle sole disposizioni comunitarie di applicazione generale, demandando altresì alla futura regolamentazione secondaria da parte di Banca d’Italia e Consob la disciplina dettagliata degli aspetti tecnici. Fino a quando*

⁴⁸⁴ Si rimanda, in tal senso, a <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2013/08/20/13G00137/sg>.

⁴⁸⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *Direttiva AIFM, arriva il via libera del Consiglio dei Ministri*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/12,147,9943,49?nxt=print>; cfr. MORICI, *AIFMD: un passo in avanti nel recepimento della direttiva*, in <http://www.advisoronline.it/normative-e-fisco/aifmd/23602-aifmd-l-italia-fa-un-passo-in-avanti-nel-recepimento-della-direttiva.action>, 5 Dicembre 2013.

⁴⁸⁶ Cfr. RUSSO, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, cit.

⁴⁸⁷ Cfr. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *La disciplina del mercato mobiliare. Settima edizione*, Giappichelli, Torino, 2004, cit., p. 197.

⁴⁸⁸ Cfr. FINANCIALLOUNGE, *Il Consiglio dei Ministri approva la direttiva AIFM*, in http://financiallounge.repubblica.it/IT/co/financiallounge/news/2013/12/il_consiglio_dei_ministri_approva_la_direttiva_aifm.aspx, 6 Dicembre 2013.

⁴⁸⁹ Si veda al riguardo il Decreto Legislativo 4 marzo 2014, n. 44 “Attuazione della direttiva 2011/61/UE, 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, pubblicato nella GU n.70 del 25-3-2014 ed entrato in vigore il 9-4-2014, in <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto-legislativo:2014-03-04;44>.

*una tale regolamentazione entrerà in vigore, gli attuali Regolamenti di Banca d'Italia e Consob ed il d.m. 24.05.1999 (circa i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni d'investimento), continuano ad applicarsi.*⁴⁹⁰

Importante segnale del cambiamento recato dalla direttiva 2011/61/CE è offerto dall'inquadramento degli obiettivi che il legislatore comunitario intende raggiungere con tale provvedimento.

Tra questi rileva la previsione di *un'adeguata regolamentazione e vigilanza* per tutti i gestori che raggiungono delle dimensioni significative e *la regolazione delle fonti di rischio principali collegate agli investimenti alternativi*.⁴⁹¹ Infatti, i gestori devono adottare delle regole di condotta in tema di individuazione dei conflitti di interesse che possono sorgere nel corso della gestione e *anche implementare appropriate politiche di individuazione, monitoraggio e gestione dei rischi verso i quali può essere esposto il fondo alternativo effettuando le dovute separazioni organizzative fra funzioni di controllo e le funzioni operative*.⁴⁹²

Ancora uno degli obiettivi essenziali *in subiecta materia* è la tutela degli investitori, che si declina in una serie di provvedimenti destinati a *proteggere i beni che appartengono agli investitori*, ad *aumentare la trasparenza dei gestori e dei fondi* ed, infine, a *rafforzare la responsabilità pubblica dei gestori di fondi che detengono partecipazioni di controllo in società*.⁴⁹³

Pare ravvisabile, quindi, in tale costruzione un richiamo alla circostanza secondo la quale i gestori devono assicurare *l'effettuazione di una valutazione da svolgersi almeno una volta all'anno circa la coerenza delle attività di gestione del Fia con le disposizioni di cui alla direttiva, al diritto nazionale e ai documenti costitutivi del Fia stesso*. Inoltre, i *fund manager* dovranno mettere a disposizione degli investitori entro sei mesi dalla scadenza di ciascun esercizio *varie relazioni contabili e sulle attività e politiche di gestione*.⁴⁹⁴

Rientra nelle intenzioni del legislatore anche la concessione ai gestori della possibilità di operare e commercializzare i loro fondi su tutto il territorio dell'Unione Europea, permettendo *la gestione di FIA su base transfrontaliera e facilitando la commercializzazione cross-border degli stessi fondi*.⁴⁹⁵

La gestione efficiente della dimensione transfrontaliera dei rischi richiede un approccio coordinato alla sorveglianza dei processi di gestione dei rischi e meccanismi chiari che consentano alle Autorità di vigilanza di gestire detti rischi, sia a livello nazionale che a livello europeo, tramite una collaborazione effettiva basata sullo scambio di informazioni.⁴⁹⁶

Pertanto, si chiarisce progressivamente che gli obiettivi che la AIFMD si prefissa di raggiungere sono essenzialmente quelli di *aumentare la trasparenza, creare un contesto*

⁴⁹⁰ Cfr. IMMACOLATO, VOZZI e STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito?*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

⁴⁹¹ Cfr. LUCIANO, op. ult. cit., cit., p. 608.

⁴⁹² Cfr. FERRARI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID II*, p. 12.

⁴⁹³ Cfr. LUCIANO, op. ult. cit., cit., p. 608.

⁴⁹⁴ Cfr. FERRARI, op. ult. cit., cit., p. 12.

⁴⁹⁵ Cfr. IMMACOLATO, VOZZI e STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito?*, cit.

⁴⁹⁶ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., pp. 1181-1182.

*armonizzato per gli gestori dei fondi d'investimento alternativi e per i loro AIF ed, infine, creare un brand a partire dalla nuova regolamentazione sugli AIFM.*⁴⁹⁷

Quanto finora esposto trova collocazione anche nei *considerando* iniziali della Direttiva 2011/61/CE, nell'ambito dei quali il legislatore precisa che "l'impatto dei gestori sui mercati in cui operano è in gran parte benefico, ma le recenti difficoltà finanziarie hanno messo in rilievo il fatto che le attività dei gestori possono anche contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi in tutto il sistema finanziario. Risposte nazionali non coordinate rendono difficile una gestione efficiente di tali rischi. Pertanto, la presente direttiva mira a stabilire disposizioni comuni in materia di autorizzazione e vigilanza dei gestori per fornire un approccio uniforme ai rischi connessi e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'Unione."

Si è in armonia con chi afferma che la spinta della AIFMD è nella direzione giusta e che tale provvedimento normativo fornirà un quadro di sorveglianza armonizzato, rappresentando un'opportunità concreta di rafforzare e sviluppare il settore dei fondi alternativi e soddisfacendo gli investitori, i quali richiedono prodotti finanziari sempre meglio regolamentati e vigilati.

Il recepimento della direttiva sui gestori dei fondi d'investimento alternativi e delle relative misure attuative ha completato la normativa di matrice comunitaria sulla gestione collettiva che in precedenza si limitava a disciplinare, mediante la direttiva 85/611/CEE e le sue successive modifiche, tra cui rileva in particolare la direttiva 2009/65/CE, gli Oicr aperti armonizzati e le relative società di gestione.

Ebbene, si concorda con quanto precisato dal Presidente della Consob, il quale sostiene che, se si segue l'impostazione del Tuf, l'assetto nazionale del servizio di gestione collettiva appare imperniato sul *modello organizzativo del cosiddetto 'gestore unico' e su un approccio improntato sulla volontà di rendere quanto più possibile unitaria ed orizzontale la disciplina relativa alle differenti tipologie di Oicr configurabili*. Infatti, è bene considerare che *la AIFMD, pur calibrando i requisiti in relazione alla tipologia dei fondi gestiti, mira al raggiungimento di un sostanziale allineamento dei principi che governano l'attività di gestione (requisiti organizzativi e regole di condotta, delega di funzioni, valorizzazione del patrimonio, presenza di un depositario) con la Direttiva UCITS.*⁴⁹⁸

Come chiaramente si evince da quanto finora esposto, la direttiva 2011/61/CE *ha il pregio di fornire una disciplina a livello europeo, agevolando la nascita di un mercato europeo dell'industria del risparmio di tipo alternativo*. Tuttavia, sembrano sussistere delle incertezze in ordine alla scelta del legislatore comunitario di accomunare tipologie di gestori di fondi molto diverse tra loro, secondo *l'approccio one size fits all*, poiché tale modalità di intervento potrebbe rilevarsi deleteria per il reale sviluppo del mercato dei fondi alternativi.⁴⁹⁹

Ad ogni modo, si condivide l'idea che col recepimento della direttiva AIFMD si sia pervenuti alla realizzazione di un contesto disciplinare all'interno del quale è possibile cogliere

⁴⁹⁷ Cfr. COURTOIS, *La Direttiva AIFMD in Lussemburgo un anno dopo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

⁴⁹⁸ CONSOB- Commissione nazionale per le società e la borsa, *L'evoluzione del quadro di riferimento*, in *Relazione per l'anno 2012*, Roma, 31 Marzo 2013, cit., pp- 168-170.

⁴⁹⁹ Cfr. MEIANI, RIZZI, SABATINI, *The new Alternative Investment Fund Managers Directive*, in *Bancaria*, v. 70, f. 1, 2014, cit., p. 107.

*l'occasione ideale per rendere più attraente il mercato nazionale rispetto a quello di altri ordinamenti.*⁵⁰⁰

3.2 Le principali novità introdotte dalla disciplina comunitaria

La direttiva AIFMD fissa le norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che gestiscono e/o commercializzano fondi di investimento alternativi (FIA) nell'Unione (art. 1 della direttiva 2011/61/CE).

Le recenti difficoltà sui mercati finanziari hanno evidenziato come molte strategie dei GEFIA sono vulnerabili ad alcuni o a numerosi gravi rischi in relazione agli investitori, agli altri partecipanti ai mercati e ai mercati stessi. Per stabilire una disciplina completa e comune in materia di vigilanza, è necessario creare un quadro che consenta di affrontare detti rischi tenendo conto della vasta gamma di strategie e tecniche di investimento utilizzate dai GEFIA. Di conseguenza, è opportuno che la presente direttiva si applichi a coloro che gestiscono tutti i tipi di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM),⁵⁰¹ a prescindere dalle modalità giuridiche o contrattuali in base alle quali è stato loro attribuito l'incarico.⁵⁰²

Non va tralasciato di considerare che la Direttiva si applica anche ai soggetti che esercitano abitualmente l'attività di gestione di FIA, indipendentemente dal fatto che il fondo sia di tipo aperto o chiuso, prescindendo dalla forma giuridica dello stesso o dal fatto che il fondo sia o meno quotato, e che raccolgono capitale da una pluralità di investitori allo scopo di investirlo a vantaggio degli stessi in base a una determinata politica d'investimento.⁵⁰³

Sotto un profilo generale è evidente come l'ambito della direttiva in esame risulti assai esteso. Si intende, in particolare, fare riferimento alla nozione di "fondo", che è definito come qualsiasi organismo di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolga capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita e a beneficio di tali investitori, e che non sia già autorizzato in virtù dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE.⁵⁰⁴ In tale direzione va, inoltre, sottolineato che la

⁵⁰⁰ Cfr. 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.

⁵⁰¹ Si veda <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:it:PDF>.

⁵⁰² Si rimanda in tal senso al Considerando (3) della 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.

⁵⁰³ Si rimanda al Considerando (6) della 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.

⁵⁰⁴ Si veda l'articolo 4, comma 1, lett. a) e b) della 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.

circostanza in base alla quale il fondo di investimento “sia di tipo aperto o chiuso” o “sia costituito in forza del diritto contrattuale, in forma di negozio fiduciario, per legge o che abbia altra forma giuridica” è irrilevante (art. 2, comma 2, lett. a) e b)).

Più precisamente, la Direttiva disciplina a) i GEFIA UE, che gestiscono uno o più FIA, indipendentemente dal fatto che tali FIA siano FIA UE o FIA non UE, b) i GEFIA non UE che gestiscono uno o più FIA UE e c) i GEFIA non UE che commercializzano uno o più FIA nell’Unione, a prescindere dal fatto che tali FIA siano FIA UE o non UE.⁵⁰⁵

Al riguardo, tuttavia, va tenuto presente che esistono alcune esenzioni dall’applicazione della disciplina in questione che sono proprie (art. 2, comma 3) delle società di partecipazione finanziaria, come ad esempio le *holding*, degli enti pensionistici aziendali o professionali che rientrano nell’ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE, delle istituzioni sopranazionali, delle banche centrali nazionali; dei governi nazionali, regionali e locali e degli organismi o altre istituzioni che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici; dei regimi di partecipazione dei lavoratori o dei regimi di risparmio dei lavoratori e delle società veicolo di cartolarizzazione.

Per ragioni di proporzionalità, la Direttiva non si applica ai gestori di fondi di investimento alternativi che, direttamente o indirettamente, tramite una società alla quale il GEFIA è legato da gestione o controllo comuni o da una partecipazione importante diretta o indiretta, gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, non superino in totale la soglia di 100.000.000 euro ovvero che gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite non superino in totale la soglia di 500.000.000 euro, quando i portafogli di FIA consistono in FIA che non ricorrono alla leva finanziaria e non prevedono il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA.⁵⁰⁶ Gli Stati membri adottano le misure necessarie per assicurare che, qualora le condizioni suddette non siano più soddisfatte, il GEFIA in esame richieda l’autorizzazione, entro trenta giorni solari, in base all’apposita procedura stabilita dalla presente direttiva (art. 3, comma 3).

*In prima istanza, parrebbe possibile affermare che tali limiti quantitativi siano troppo bassi per essere ritenuti idonei a limitare l’applicazione della Direttiva ai soli FIA con rilevanza sistemica, come sarebbe stato lecito aspettarsi in considerazione degli obiettivi di fondo della Direttiva.*⁵⁰⁷

I GEFIA che non rientrano nell’ambito di applicazione della Direttiva per ragioni dimensionali devono, ad ogni modo, rispettare una serie di obblighi volti a garantire un minimo livello di trasparenza. Tra questi rileva la necessità di registrarsi presso le autorità competenti del loro Stato membro d’origine e di identificare se stessi e i FIA che gestiscono presso le autorità competenti del loro Stato membro d’origine all’atto della registrazione. Ancora. Essi devono fornire informazioni alle autorità competenti del loro Stato membro d’origine sia sulle strategie di investimento dei FIA che gestiscono sia sui principali strumenti in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei FIA che gestiscono al fine di consentire alle autorità competenti di monitorare efficacemente il rischio

⁵⁰⁵ Si veda l’articolo 2, comma 1, lett. a), b) e c) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵⁰⁶ Si rimanda all’articolo 3, comma 2, lett. a) e b) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵⁰⁷ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., p. 1184.

sistemico, notificando eventualmente alle medesime autorità di non soddisfare più le condizioni di esclusione dalla Direttiva.⁵⁰⁸

Appare evidente come i GEFIA non soggetti alla disciplina prevista a livello comunitario non beneficiano dei diritti concessi dalla medesima, a meno che non scelgano di sottoporsi volontariamente alle norme della Direttiva, che diverrà conseguentemente integralmente applicabile (art. 3, comma 4).

Particolarmente semplice e di intuitiva percezione è la circostanza che, nonostante *la direttiva sia stata intesa come una reazione politica alla crisi finanziaria globale e sia stata spesso descritta come diretta al solo settore degli investimenti “alternativi”, segnatamente, gli hedge fund e i fondi di private equity, il suo impatto sarà de facto assai più esteso.*⁵⁰⁹

L'esigenza avvertita in sede comunitaria di procedere alla regolamentazione unitaria del fenomeno dei gestori dei fondi di investimento alternativi si traduce, dunque, in una serie di disposizioni contenute nella direttiva AIFMD. Si è anticipato che a fondamento di tale disegno riformatore è essenzialmente l'intento di stabilire nuovi equilibri interni al settore finanziario, considerati gli accadimenti che hanno pesantemente inciso sullo stesso. E *un legislatore accorto non può restare silente di fronte al dilagare di fenomeni che turbano la realtà di mercato.*⁵¹⁰

Nel prevedere la nuova struttura a cui dovranno attenersi i GEFIA, la direttiva 2011/61/CE è attenta a prescrivere nuove regole che disciplinano il procedimento autorizzativo a cui i gestori in questione devono sottostare. Quest'ultimi, infatti, per operare nell'Unione Europea devono ottenere un'autorizzazione, subordinata al rispetto di determinate condizioni, che devono sussistere non solo in fase di rilascio dell'autorizzazione stessa ma in qualsiasi momento, e senza la quale non possono gestire nessun FIA.⁵¹¹ Rileva in tale contesto la presenza di una vigilanza permanente, che non si risolve in un mero vaglio iniziale di conformità, ma appare orientata a verificare la costante permanenza delle condizioni richieste per l'autorizzazione, in linea con quanto già disposto dall'articolo 10 della Direttiva 2009/65/CE.⁵¹²

Da considerare, peraltro, che l'autorizzazione ad operare come GEFIA è distinta ed autonoma rispetto a quella necessaria per operare come OICVM, dato che gli OICVM e i FIA si differenziano sia per le strategie di investimento che perseguono che per il tipo di investitori cui si rivolgono. Viene da sé, dunque, che un GEFIA potrà gestire anche un OICVM solo se avrà ottenuto un'ulteriore autorizzazione ai sensi della direttiva UCITS IV. La Direttiva non impone, invece, obblighi autorizzativi alle imprese d'investimento e agli enti creditizi per poter fornire servizi d'investimento, quali la gestione di portafogli individuali, in relazione ai FIA (art. 6, comma 8).

⁵⁰⁸ Si veda l'articolo 3, comma 3, lett. a), b), c), d) ed e) della 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.

⁵⁰⁹ Cfr. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., p. 610; al riguardo, si rimanda altresì a BLACK ROCK, *Alternative Investment fund Managers Directive (“AIFMD”): An Overview and Analysis*, ViewPoint, in <http://www.blackrock.com/corporate/en-fr/literature/whitepaper/alternative-investment-fund-managers-directive-aifmd-may-2011.pdf>, Maggio 2011, pp. 1-7.

⁵¹⁰ Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2006, I, cit., p. 128.

⁵¹¹ Si veda l'articolo 6, comma 1 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵¹² Si veda <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:it:PDF>.

L'insieme dei requisiti e delle condizioni richieste per il conseguimento dell'autorizzazione spiega l'intenzione del legislatore comunitario di rendere quanto più prudentiale la disciplina, senza sacrificare il sistema concorrenziale e rafforzando questo comparto del mercato finanziario.

Nel delineato contesto ordinatorio gli Stati membri dispongono che i GEFIA presentino domanda di autorizzazione presso le autorità competenti del loro Stato membro d'origine, fornendo una serie di informazioni inerenti sia al GEFIA che al FIA gestito. Nel primo caso, si tratta di un'informativa riguardante le persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA, l'identità degli azionisti o dei soci del GEFIA di FIA, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che detengono partecipazioni qualificate, nonché gli importi delle partecipazioni; è richiesto ancora un programma di attività che delinei la struttura organizzativa del GEFIA ed informazioni in materia di politiche e prassi remunerative e sulle modalità adottate per delegare e subdelegare a terzi.⁵¹³

Passando poi all'analisi delle informazioni da fornire in merito ai FIA che si intende gestire, esse riguardano le strategie d'investimento, compresi i tipi di fondi sottostanti, se il FIA è un fondo di fondi, e la politica del GEFIA in merito al ricorso alla leva finanziaria, i profili di rischio, nonché le altre caratteristiche dei FIA di cui ha la gestione o che intende gestire, comprese le informazioni sugli Stati membri o i paesi terzi in cui tali FIA sono stabiliti o si prevede che siano stabiliti e sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito, se il FIA è un FIA di alimentazione. Ancora è specificato che occorre dare indicazioni circa il regolamento o i documenti costitutivi di ogni FIA che il GEFIA intende gestire, le disposizioni adottate per la nomina del depositario ed eventuali informazioni supplementari (art. 7, comma 3).

Come si è già avuto modo di precisare sul punto il rilascio dell'autorizzazione ad operare come GEFIA è condizionato al rispetto di una serie di condizioni ben precise, elencate nell'articolo 8, comma 1. Innanzitutto, è richiesto per l'accesso alla prestazione del servizio di gestione di fondi alternativi un requisito patrimoniale minimo dei gestori: un capitale iniziale di almeno 125.000 euro per i GEFIA esterni e di almeno 300.000 euro per i GEFIA interni (art. 9, commi 1 e 2). In tale sede, pare indispensabile sottolineare che *è ormai unanimemente condiviso che l'imposizione di livelli di capitale minimo non risponde tanto all'esigenza di fronteggiare il rischio associato con la prestazione dei servizi, quanto a quella di selezionare gli operatori all'ingresso sul mercato, scoraggiando iniziative imprenditoriali marginali, che potrebbero rappresentare un fattore di rischio per il sistema nel suo complesso.*⁵¹⁴

Tuttavia, bisognerebbe evitare che l'onere di dover versare un'ingente somma di denaro, volto a garantire la solidità dei gestori, possa *compromettere il raggiungimento dell'obiettivo della competitività del sistema finanziario. Da qui la conclusione secondo cui la dotazione ottimale di capitale sociale deve attestarsi su un valore che rappresenta il punto di equilibrio delle diverse (e a volte contrastanti) esigenze: stabilità dell'intermediario, costo del servizio e difesa del consumatore dal "potere di mercato".*⁵¹⁵

Un ulteriore importante tassello nella predisposizione delle regole sui gestori dei fondi di investimento alternativi è costituito dalla norma prevista con riferimento alla copertura dei

⁵¹³ Si rimanda all'articolo 7, comma 2, lett. a), b), c), d) ed e)) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵¹⁴ Cfr. ANNUNZIATA, *La vigilanza prudentiale sugli intermediari*, in *La disciplina del mercato mobiliare. Settima Edizione*, Giappichelli, Torino, 2014, cit., p. 225.

⁵¹⁵ Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, p. 679.

rischi connessi alla gestione economica (art. 9, comma 3): quando il valore dei portafogli dei FIA gestiti dal GEFIA supera 250.000.000 euro, il GEFIA fornisce un importo supplementare di fondi propri, equivalente allo 0,02 % dell'importo per il quale il valore dei portafogli del GEFIA supera i 250.000.000 euro, ma il totale richiesto del capitale iniziale e dell'importo aggiuntivo non supera tuttavia 10.000.000 euro. L'introduzione di tale profilo rientra nelle disposizioni volte a garantire l'adeguatezza patrimoniale.

Invece, per coprire i potenziali rischi di responsabilità professionale derivanti dalle attività che i GEFIA possono esercitare in conformità della presente direttiva, sia i FIA a gestione interna sia i GEFIA esterno: a) dispongono di fondi propri aggiuntivi adeguati a coprire i potenziali rischi di responsabilità derivanti da negligenza professionale ovvero b) sono titolari di un'assicurazione della responsabilità civile professionale in caso di responsabilità per negligenza professionale che sia adeguata ai rischi coperti (art. 9, comma 7). *Si è in presenza di una norma che non trova analoghe previsioni nella direttiva sugli OICVM (UCITS IV), volta a rafforzare la tutela degli investitori, secondo una modalità nuova per l'industria del risparmio gestito.*⁵¹⁶

Dunque, l'applicazione dei requisiti patrimoniali minimi è volta ad assicurare la continuità e la regolarità della gestione dei FIA da parte dei gestori di tali fondi e la copertura della potenziale esposizione dei GEFIA alla responsabilità professionale in relazione a tutte le loro attività.⁵¹⁷

La ricostruzione delle condizioni necessarie ai fini del rilascio dell'autorizzazione non si ferma qui. È, infatti, richiesto che le persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA abbiano i requisiti di onorabilità e di esperienza sufficienti anche in rapporto alle strategie di investimento perseguite dai FIA gestiti dal GEFIA, i cui nominativi e i nominativi di chiunque subentri loro nella carica devono essere comunicati immediatamente alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e l'attività di GEFIA deve essere decisa da almeno due persone che soddisfino tali requisiti. Inoltre, è necessario che gli azionisti o i soci del GEFIA che detengono partecipazioni qualificate siano idonei, tenendo conto dell'esigenza di garantire la sana e prudente gestione del GEFIA e che la sede amministrativa principale e la sede legale del GEFIA siano situate nello stesso Stato membro (art. 8, comma 1).

È necessario assicurare che i GEFIA siano assoggettati a solidi sistemi di controllo di *governance* e che siano ben gestiti e organizzati per minimizzare i conflitti di interesse⁵¹⁸ e per garantire la sana e prudente gestione, intesa dal legislatore come *un modus operandi cui ineluttabilmente ogni intermediario deve informarsi, dal momento che è l'humus indispensabile perché il mercato possa funzionare.*⁵¹⁹

⁵¹⁶ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., p. 1186.

⁵¹⁷ Si rimanda al Considerando (23) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵¹⁸ Si veda il Considerando (22) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵¹⁹ Cfr. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2007, cit., p. 87; sul concetto di sana e prudente gestione, la dottrina ha difficoltà a delimitarne con la desiderata precisione il contenuto. Secondo COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2006, cit., p. 124: "la verifica preventiva della "sana e prudente gestione" dovrebbe essere rivolta ad accertare l'adeguatezza dell'organizzazione imprenditoriale dell'intermediario in relazione alle attività che il medesimo dichiara di voler svolgere"; in senso conforme cfr. SCIPIONE, *Servizi di investimento e banche. Il regime delle autorizzazioni alla luce della MIFID*, in *Innovazione e Diritto*, 2009, 3, p. 88. Per visioni alternative, cfr.

Ciò trova conferma nella considerazione secondo cui le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA possono rifiutare o concedere, entro tre mesi dalla presentazione della domanda completa e per iscritto, l'autorizzazione al richiedente. Le suddette autorità possono prorogare detto periodo di un massimo di tre mesi aggiuntivi, ove lo reputino necessario in considerazione delle circostanze specifiche del caso e previa notifica al GEFIA (art. 8, comma 5). L'autorizzazione sarà, ad ogni modo, negata quando uno degli elementi seguenti impedisce l'effettivo esercizio delle loro funzioni di vigilanza: a) stretti legami tra il GEFIA e altre persone fisiche o giuridiche; b) le disposizioni legislative, regolamentari o amministrative del paese terzo applicabili alle persone fisiche o giuridiche con le quali il GEFIA ha stretti legami e c) le difficoltà dovute all'applicazione delle predette disposizioni legislative, regolamentari o amministrative (art. 8, comma 3).

Va, sul punto, fatto presente che la revoca dell'autorizzazione è consentita dall'articolo 11 in sei diversi casi, ossia qualora il GEFIA: a) non utilizzi l'autorizzazione entro dodici mesi, vi rinunci espressamente o abbia cessato l'attività disciplinata dalla presente direttiva da sei mesi, a meno che lo Stato membro interessato non abbia disposto la decadenza dell'autorizzazione in tali casi; b) abbia ottenuto l'autorizzazione tramite false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; c) non soddisfi più le condizioni di rilascio dell'autorizzazione; d) non soddisfi più le condizioni di cui alla direttiva 2006/49/CE; e) abbia gravemente o sistematicamente violato le disposizioni adottate in applicazione della presente direttiva ovvero f) ricada in uno dei casi in cui la revoca è prevista dall'ordinamento nazionale, per questioni che esulano dall'ambito di applicazione della presente direttiva.

La regolazione in esame dedica, poi, particolare attenzione all'oggetto sociale del gestore, il quale risulta limitato alle sole attività elencate nell'allegato 1 della direttiva in esame. Anche in questo caso ha influito l'obiettivo di tutela degli investitori perseguito dal legislatore comunitario. In particolare, nel suddetto allegato vengono previste, come funzioni minime di gestione degli investimenti che un GEFIA svolge nella gestione di un FIA, la gestione del portafoglio e la gestione del rischio. L'inserimento di quest'ultima attività, che appare funzionale e complementare rispetto a quella di gestione, rappresenta una notevole novità rispetto alla precedente normativa UCITS IV.

Un GEFIA può svolgere anche funzioni supplementari durante la gestione collettiva di un FIA: l'attività di amministrazione,⁵²⁰ la commercializzazione e le attività collegate agli attivi dei FIA, segnatamente i servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del GEFIA, la gestione delle strutture, attività di amministrazione dei beni immobili, consulenze a imprese sulla struttura del capitale, la strategia industriale e le questioni collegate, consulenze e servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese nonché altri servizi collegati alla gestione del FIA e alle società e altre attività in cui ha investito (Allegato 1). Da considerare, peraltro, che

PERFETTI, *Commento sub. art. 107*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2012, cit., p. 1417: la “sana e prudente gestione” va letta come una sorta di criterio riassuntivo “degli obiettivi di interesse pubblico che sottostanno al potere di autorizzazione”.

⁵²⁰ Per quanto concerne l'attività supplementare di amministrazione, si veda l'allegato 1, punto 2, lett. a) della Direttiva 2011/61/CE: “l'amministrazione” a sua volta si articola in una serie di sotto-attività rappresentate da “servizi legali e contabili relativi alla gestione del fondo, servizio di informazione per i clienti, valutazione e determinazione del prezzo, anche ai fini delle dichiarazioni fiscali, verifica dell'osservanza della normativa applicabile, tenuta del registro dei detentori delle quote/azioni, distribuzione dei proventi, emissione e rimborso delle quote/azioni, regolamento dei contratti, compreso l'invio dei certificati, tenuta delle registrazioni contabili”.

il GEFIA non può essere autorizzato a prestare soltanto le funzioni supplementari (art. 6, comma 5).

Ancora va sottolineato in siffatta prospettiva che, nonostante gli Stati membri dispongano che nessun GEFIA esterno⁵²¹ possa svolgere attività diverse da quelle di cui all'allegato I della presente direttiva e dalla gestione aggiuntiva di OICVM condizionatamente all'autorizzazione di cui alla direttiva 2009/65/CE (art. 6, comma 2), è previsto, dall'articolo 6, comma 4, che gli stessi Stati membri possono autorizzare, in deroga appunto al comma 2 del medesimo articolo, un GEFIA esterno a fornire i seguenti servizi: a) gestione dei portafogli di investimento, compresi quelli detenuti dai fondi pensione ed enti pensionistici aziendali o professionali (...); b) servizi ausiliari⁵²² comprendenti: i) consulenza in materia di investimenti; ii) custodia e amministrazione di azioni o quote di organismi di investimento collettivo; iii) ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.

La delimitazione dell'ambito di attività concesse dalla legge ai gestori dei fondi di investimento alternativi rientra nella *ratio* in uso nella disciplina dei mercati finanziari finalizzata a delimitare e definire chiaramente il perimetro d'azione per facilitare l'attività di vigilanza e monitoraggio.⁵²³

Particolarmente significative sono le innovazioni recate dal capo III della direttiva AIFMD, che tratta le condizioni operative a cui i GEFIA devono attenersi e che riguardano sia le regole di condotta che i conflitti di interesse. Per quanto attiene al primo tema, in ogni momento è necessario assicurare che i GEFIA agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la correttezza dovute nell'esercizio delle loro attività e nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato. Bisogna assicurare che essi dispongano delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle proprie attività, che adottino tutte le misure ragionevoli per evitare conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, che garantiscano che i FIA che gestiscono siano trattati in modo equo e che 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; infine, è richiesto che i GEFIA trattino in modo equo tutti gli investitori dei FIA (art. 12, comma 1). Con riguardo ai GEFIA autorizzati al servizio di gestione discrezionale di portafogli, essi non sono autorizzati a investire la totalità o una parte del portafoglio di un cliente in quote o azioni del FIA che gestiscono, a meno che non ricevano la previa autorizzazione generale del cliente (art. 12, comma 2, lett. a)).

In tale prospettiva, si individuano i presupposti per addivenire ad una realtà normativa che *ha di mira la tutela del mercato unitamente alla protezione dei singoli investitori, con riguardo sia alle conseguenze che la violazione delle regole di comportamento può determinare nell'esecuzione delle contrattazioni, sia ai riflessi sull'affidabilità degli intermediari agli*

⁵²¹ Per la definizione di GEFIA esterno, si veda l'articolo 5, comma 1, lett. a) e b) della Direttiva 2011/61/CE: "(...) Il GEFIA può essere: a) un gestore esterno, che è la persona giuridica nominata dal FIA o per conto del FIA e che tramite questa nomina è responsabile della gestione del FIA (GEFIA esterno); ovvero b) laddove la forma giuridica del FIA consenta la gestione interna e il consiglio di amministrazione del fondo scelga di non nominare un GEFIA esterno, il FIA stesso, il quale è pertanto autorizzato in qualità di GEFIA".

⁵²² Per quanto concerne i servizi ausiliari, si veda l'articolo 6, comma 5, lett. b) che prevede che i GEFIA non sono autorizzati a svolgere i servizi ausiliari senza essere anche autorizzati a fornire i servizi relativi alla gestione dei portafogli di investimento.

⁵²³ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., p. 1184.

*occhi del pubblico dei potenziali investitori: esiste una relazione di reciprocità tra correttezza degli operatori e buon funzionamento del mercato, in quanto la prima è condicio sine qua non per l'affermazione della fiducia dei risparmiatori nei meccanismi di mercato e, dunque, indirettamente finisce con l'essere condizione del suo regolare funzionamento.*⁵²⁴

Così come per le regole di condotta, anche per la disciplina relativa ai conflitti di interesse viene ripresa l'impostazione contenuta nella Direttiva UCITS IV e nella relativa direttiva di attuazione, ossia la direttiva 2010/43/UE.⁵²⁵ I GEFIA si dotano e applicano modalità organizzative e amministrative efficaci, al fine di adottare ogni misura ragionevole volta a individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse per far sì che non ledano gli interessi dei FIA e dei loro investitori (art. 14, comma 1). Quando tali modalità organizzative non sono sufficienti a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, allora è disposto che il gestore del fondo d'investimento alternativo informi chiaramente gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabori politiche e procedure adeguate (art. 14, comma 2).

*Dunque, qualora le misure di gestione dei conflitti non risultino sufficienti ad escludere il rischio che il conflitto incida negativamente sugli interessi del FIA e dei suoi investitori il soggetto competente (es. consiglio di amministrazione del GEFIA esterno) deve essere immediatamente informato affinché possa adottare ogni decisione necessaria per assicurare che in ogni caso si agisca nel miglior interesse del FIA e dei relativi investitori. Tale interpretazione avrebbe il pregio di allineare la disciplina a quanto previsto in materia di conflitti dalla Direttiva 2010/43/UE, in attuazione della UCITS IV.*⁵²⁶

Sulla base di tali elementi, si comprende l'obbligo espresso a carico dei GEFIA di creare e mantenere, per le categorie di soggetti la cui attività professionale ha un impatto significativo sui profili di rischio dei FIA che gestiscono, politiche e pratiche remunerative in linea con una gestione sana ed efficace dei rischi. Vien da sé che i principi alla base delle politiche retributive sono destinati a contrastare gli effetti potenzialmente negativi di regimi di remunerazione mal concepiti sulla sana gestione dei rischi e sul controllo dell'assunzione dei rischi da parte di individui.⁵²⁷

Significativa, altresì, deve ritenersi l'incidenza che *in subiecta materia* ha svolto l'evoluzione della normativa che disciplina gli intermediari principali, c.d. *prime broker*,⁵²⁸ dei quali i FIA si avvalgono. Al riguardo, va fatto presente che un intermediario principale non può essere

⁵²⁴ Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, p. 821.

⁵²⁵ Si rimanda alla Direttiva 2010/43/UE della Commissione europea del 1 luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione, in http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/mi0057_it.htm.

⁵²⁶ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., p. 1186.

⁵²⁷ Si veda il Considerando (24) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵²⁸ Per la definizione di "Prime Broker" si rimanda all'articolo 4, comma 1, lett. af): "L'ente creditizio, l'impresa di investimento regolamentata o qualsiasi altro soggetto sottoposto a regolamentazione e vigilanza prudenziale che offra servizi di investimento a investitori professionali principalmente per finanziare o eseguire transazioni in strumenti finanziari in contropartita e che possa altresì fornire altri servizi quali compensazione e regolamento delle operazioni, servizi di custodia, prestito titoli, tecnologia personalizzata e strutture di supporto operativo".

nominato depositario, poiché, a differenza di quest'ultimo, agisce come controparte dei FIA e, pertanto, potrebbe non operare contemporaneamente anche nel miglior interesse del fondo.

In detto scenario viene inserita una deroga, in base alla quale il *prime broker* può agire come depositario del fondo solo se sussistono due condizioni: vi sia una separazione funzionale e gerarchica tra l'esercizio delle sue funzioni di depositario e delle sue funzioni di intermediario principale e i potenziali conflitti di interesse siano stati opportunamente individuati, gestiti e comunicati agli investitori del FIA. I depositari dovrebbero poter delegare i compiti di custodia ad uno o più intermediari principali o altri terzi. Oltre alle funzioni delegate di custodia, gli intermediari principali dovrebbero essere autorizzati a fornire al FIA servizi di intermediazione principale. Tali servizi di intermediazione principale non dovrebbero formare parte degli accordi di delega.⁵²⁹

Il complesso dispositivo testé delineato mira a creare un mercato unico incentrato sui valori della trasparenza e della correttezza,⁵³⁰ disponendo, in tal senso, che la gran parte delle informazioni menzionate debbano essere fornite agli investitori prima che i medesimi investano nel fondo ed evitando che vengano attuati comportamenti opportunistici.

Altro significativo profilo della direttiva AIFMD concerne il deposito dei beni dei FIA presso un unico soggetto depositario, avente sede legale o filiale⁵³¹ nello Stato membro di origine del FIA medesimo. Tale soggetto si occupa dell'attività di custodia, che riguarda sia gli strumenti finanziari che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto nei libri contabili del depositario, sia tutti gli strumenti finanziari che possono essere fisicamente consegnati al depositario. A tal fine, il depositario garantisce che i suddetti strumenti finanziari, che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari, siano registrati in conti separati, aperti a nome del FIA, in modo tale che possano essere chiaramente identificati come appartenenti al FIA in qualsiasi momento. L'attività di custodia può essere svolta dal depositario anche per tutte le altre attività. Il depositario verifica la proprietà da parte del FIA o da parte del GEFIA che agisce per conto del FIA di tali attività e conserva un registro relativo alle stesse per le quali è accertato, sulla base di informazioni, documenti o, se disponibili, prove esterne, che il FIA o il GEFIA che agisce per conto del FIA detengono la proprietà di tali attività (art. 21, comma 8, lett. a) e b)).

A ben considerare, il depositario assicura in generale l'adeguato monitoraggio dei flussi di cassa del FIA e verifica che tutti i pagamenti effettuati dagli investitori, o per conto di questi, all'atto della sottoscrizione delle quote o azioni di un FIA, siano stati ricevuti e che tutti i contanti del FIA siano stati registrati in conti in contanti aperti a nome del FIA, a nome del GEFIA che opera per conto del FIA o a nome del depositario che opera per conto del FIA. In aggiunta, il depositario assicura che la vendita, l'emissione, il riacquisto, il rimborso e l'annullamento di quote o azioni di FIA siano effettuati in conformità della legislazione nazionale applicabile e del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA e che il valore delle quote o delle azioni del FIA sia calcolato in conformità della legislazione nazionale

⁵²⁹ Si veda il *Considerando (43) della Direttiva 2011/61/CE 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.*

⁵³⁰ Per quanto attiene ai concetti di trasparenza e correttezza, cfr. RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, p. 31 ss.

⁵³¹ Si veda l'articolo 4, comma 1, lett. j), iii) della *Direttiva 2011/61/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.*

applicabile e del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA e delle procedure previste dalla medesima direttiva; inoltre, esso esegue le istruzioni del GEFIA, salvo qualora siano in contrasto con la legislazione nazionale applicabile o con il regolamento o i documenti costitutivi del FIA ed accerta che nelle operazioni che coinvolgano le attività del FIA il controvalore gli sia rimesso nei termini d'uso e che i redditi del FIA ricevano una destinazione conforme alla legislazione nazionale applicabile e al regolamento o ai documenti costitutivi del FIA (art. 21, comma 9).

È evidente come, a fronte di siffatta realtà normativa, risulti abbastanza chiaro che il ruolo del depositario non si limita alla custodia del patrimonio del fondo ma gli vengono assegnati anche compiti ulteriori:⁵³² per tal via, la direttiva rimane in linea con quanto previsto dall'articolo 38 del TUF.⁵³³

In tale logica, particolare rilievo è ascrivito alla disciplina della responsabilità assunta dal depositario durante lo svolgimento delle sue mansioni. Tale soggetto è investito, oltre che di una responsabilità generale connessa al deposito degli strumenti finanziari e delle somme di denaro di compendio del fondo, anche di una responsabilità specifica nei confronti del gestore e dei partecipanti al fondo per ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi.⁵³⁴

La rilevante portata dispositiva della direttiva AIFMD ha indotto all'introduzione di un'ulteriore forma di responsabilità specifica, in capo al depositario, per l'eventuale perdita degli strumenti finanziari detenuti in custodia. Se si verificasse tale fattispecie, il depositario dovrebbe restituire senza indebito indugio uno strumento finanziario di tipo identico o l'importo corrispondente al FIA o al GEFIA che agisce per conto del FIA. Tuttavia, non sarebbe responsabile qualora potesse dimostrare che la perdita è imputabile ad un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarle. Secondo la configurazione della disciplina in esame, il depositario è altresì responsabile nei confronti del FIA, o degli investitori del fondo, per ogni altra perdita da essi subito in conseguenza del mancato rispetto, intenzionale o dovuto a negligenza, degli obblighi di cui alla presente direttiva (art. 21, comma 12).

Tale previsione è presumibilmente destinata a riaccendere il dibattito in merito alla natura esatta della responsabilità verso i partecipanti. Il legislatore comunitario, infatti, predispone solo che la responsabilità nei confronti degli investitori del FIA può essere invocata direttamente, oppure indirettamente tramite il GEFIA, a seconda della natura giuridica del rapporto esistente tra il depositario, il GEFIA e gli investitori (art. 21, comma 15). L'orientamento dottrinale prevalente nel nostro ordinamento *ha ritenuto che la responsabilità della banca depositaria nei confronti dei partecipanti al fondo si sarebbe dovuta inquadrare nell'ambito della responsabilità aquiliana ai sensi dell'art. 2043 e ss. c.c. mentre la*

⁵³² Cfr. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 205.

⁵³³ L'articolo 38 del d.lgs. 58/1998 dispone che: "La banca depositaria, nell'esercizio delle proprie funzioni: a) accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi del fondo; a-bis) accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo o, su incarico della Sgr, provvede essa stessa a tale calcolo; b) accerta che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso; c) esegue le istruzioni della società di gestione del risparmio se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza.

⁵³⁴ Si rimanda all'articolo 49 del Testo Unico della Finanza, Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n.58.

responsabilità verso la società di gestione avrebbe dovuto connotarsi come responsabilità contrattuale ai sensi dell'art. 1218 c.c..⁵³⁵

Va notato poi che, diversamente da quanto oggi previsto dall'art. 38, comma 2, del TUF, il GEFIA non viene citato tra i soggetti nei confronti dei quali il depositario è responsabile.⁵³⁶

Siamo in presenza di una normativa in base alla quale ogni eventuale delega lascia impregiudicata la responsabilità del depositario, a meno che esso sia in grado di dimostrare che siano soddisfatti tutti i requisiti per la delega delle sue funzioni di custodia e che esista un contratto scritto tra il depositario e il terzo che trasferisce espressamente la responsabilità del depositario al terzo in questione e consente al FIA o al GEFIA che agisce per conto del FIA di rivalersi nei confronti del terzo per la perdita degli strumenti finanziari o consente al depositario di farlo a nome loro. Infine è necessario, affinché l'esonero da responsabilità sia valido e riconosciuto, che sussista un contratto scritto tra il depositario e il FIA o il GEFIA che agisce per conto del FIA in cui è espressamente consentito l'esonero dalla responsabilità del depositario e stabilisce (art. 21, comma 13, lett. a), b) e c)).

È evidente che *nelle gestioni collettive, e solo in esse, è proprio il depositario a offrire la garanzia che limiti e criteri di gestione del conflitto introdotti ex ante siano davvero rispettati nel corso dell'attività di gestione, senza bisogno di dover aspettare la verifica ex post, spesso tardiva, dell'autorità giudiziaria o dell'autorità amministrativa. Dunque nelle gestioni collettive, il "presidio" più significativo è dato dall'esistenza di un depositario forte.*⁵³⁷

Il depositario, inoltre, può essere designato in qualità di valutatore esterno del fondo, purché abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle sue funzioni di depositario dai suoi compiti in qualità di valutatore esterno e i potenziali conflitti di interesse siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori del FIA (art. 19, comma 4 della direttiva 2011/61/CE).

La centralità della figura in questione è testimoniata dal fatto che, come già sopra chiarito, il depositario viene individuato dalla normativa comunitaria non soltanto come il soggetto a cui spettano i compiti di custodia dei beni del fondo, ma anche come colui che ha la responsabilità di svolgere le *funzioni di monitoraggio e controllo dell'operatività e dell'efficienza tecnica* del FIA. Risultando ciò in linea con quanto predisposto dalla *disciplina in materia di responsabilità della banca depositaria con riferimento all'universo dei fondi armonizzati*, si comprende l'intento del legislatore comunitario di creare una sorta di *parallelismo con il regime contemplato sullo stesso tema per i fondi alternativi.*⁵³⁸

⁵³⁵ Cfr. CARACINO e MARGARIA, *La Responsabilità della banca depositaria alla luce della proposta di direttiva UCITS V - 2012/0168*, in *Diritto Bancario*, Novembre 2012; sul punto, concordano altresì RENZULLI e TUCCI, *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener, Utet Giuridica, 2011, p. 339; FERRARIS DI CELLE e SZEGO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, p. 394. Per un'impostazione contraria cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 193, secondo cui se "è ben vero che, infatti, se una convenzione esiste solo tra società di gestione e banca depositaria, e non anche fra quest'ultima e i partecipanti, sembra ragionevole immaginare che quella convenzione sia stipulata anche a favore dei partecipanti, con la conseguente natura contrattuale della relativa responsabilità".

⁵³⁶ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., pp. 1189-1190.

⁵³⁷ Cfr. LENER, *Il conflitto di interesse nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Giuffrè - Quaderni di Giurisprudenza commerciale, n. 304, Milano, 2007, cit., p. 153.

⁵³⁸ Cfr. CARACINO e MARGARIA, op. ult. cit.

La Direttiva AIFMD introduce un'altra novità *in subiecta materia*: essa amplia il novero di soggetti che possono svolgere il ruolo del depositario, prevedendo che può essere nominato tale non soltanto un ente creditizio avente la sede legale nell'Unione, ma anche un'impresa di investimento avente la sede legale nell'Unione, autorizzata conformemente alla direttiva MIFID, e soggetta ai requisiti di adeguatezza patrimoniale ai sensi della direttiva 2006/49/CE e un'altra tipologia di istituto soggetto a regolamentazione prudenziale e a vigilanza costante e che rientra nelle categorie di istituto che gli Stati membri hanno stabilito possono essere scelte come depositario a norma della direttiva UCITS IV (art. 21, comma 3, lett. a), b) e c)). La limitazione dei soggetti a cui può essere affidato tale ruolo risiede nella *particolare complessità dei compiti, nel rigoroso regime di responsabilità e nella difficoltà di controllare l'operato degli altri soggetti*.⁵³⁹

Viene, altresì, in considerazione la disposizione della direttiva in questione che specifica la possibilità di nominare un soggetto depositario stabilito in un Paese terzo, purché in ogni momento siano rispettate le seguenti condizioni, ossia che le autorità competenti degli Stati membri in cui è prevista la commercializzazione delle quote o azioni del FIA non UE e, nel caso in cui siano diversi, dello Stato membro d'origine del GEFIA, abbiano sottoscritto meccanismi di cooperazione e di scambio di informazioni con le autorità competenti del depositario; che il depositario sia soggetto ad una regolamentazione prudenziale, inclusi i requisiti patrimoniali minimi, ed a una vigilanza efficaci che hanno lo stesso effetto del diritto dell'Unione e sono effettivamente applicate e che il paese terzo in cui è stabilito il depositario non sia catalogato come paese o territorio non cooperativo dal FATF. Ed ancora. È necessario che gli Stati membri in cui è prevista la commercializzazione delle quote o azioni del FIA non UE e, nel caso in cui siano diversi, lo Stato membro d'origine del GEFIA abbiano sottoscritto con il paese terzo in cui è stabilito il depositario un accordo che rispetta pienamente le norme di cui all'articolo 26 del modello di convenzione fiscale dell'OCSE in materia di imposte sul reddito e sul patrimonio e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi gli eventuali accordi fiscali multilaterali. Infine, il depositario deve essere responsabile per contratto nei confronti del FIA o degli investitori del FIA.⁵⁴⁰

In subiecta materia, inoltre, è previsto che, in relazione ai FIA a cui non è conferita la possibilità di esercitare i diritti di rimborso nel quinquennio successivo alla data degli investimenti iniziali e che, in base alla propria politica di investimento fondamentale, generalmente non investono in attività che debbono essere tenute in custodia conformemente a quanto sopra spiegato, o investono generalmente in emittenti o società non quotate allo scopo di acquisire potenzialmente il controllo su tali società, gli Stati membri possono consentire che il depositario sia un soggetto che esercita funzioni di depositario nel quadro di attività professionali o commerciali per le quali è soggetto all'obbligo di registrazione professionale riconosciuta per legge o a disposizioni legislative o regolamentari o a norme deontologiche e che offrano sufficienti garanzie finanziarie e professionali da consentirgli di esercitare in modo efficace le pertinenti funzioni di depositario e adempiere agli obblighi inerenti a dette funzioni (art. 21, comma 3).

⁵³⁹ Cfr. ZUCCHELLI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi ed il suo recepimento*, cit.

⁵⁴⁰ Si veda l'articolo 21, comma 6, lett. a), b), c), d) ed e) della Direttiva 2011/61/CE.

Muovendo dall'identificazione del campo di applicazione della normativa in parola si comprende come, in linea con l'intenzione del legislatore che ha introdotto la MIFID⁵⁴¹ e partendo dal presupposto che la prevenzione del rischio di conflitti non rappresenti l'unica via per evitare pregiudizi agli investitori, venga chiesto ai GEFIA di adottare precisi obblighi di comunicazione nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza, la c.d. *disclosure*.

In tale ottica, è prevista un'informativa da corrispondere sia precedentemente all'investimento sia durante lo stesso, richiedendo un diverso grado di trasparenza a seconda della strategia d'investimento adottata dal fondo alternativo. Infatti, l'adesione alla logica del mercato impone che il legislatore in campo finanziario promuova la trasparenza delle transazioni e la correttezza delle condotte degli operatori, *al fine di incrementare l'efficienza del sistema degli scambi*.⁵⁴²

Nell'ambito delle comunicazioni da fornire agli investitori in via precontrattuale, ossia prima che essi investano nel fondo, va inserita una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del FIA, informazioni su dove il FIA di destinazione è stabilito e su dove sono stabiliti i fondi sottostanti se il FIA è un fondo di fondi, una descrizione dei tipi di attività in cui il fondo può investire, le tecniche che può utilizzare e tutti i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'investimento applicabile, le circostanze in cui il FIA può utilizzare la leva finanziaria, i tipi e le fonti di leva finanziaria autorizzati e i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'utilizzo della leva finanziaria e tutte le disposizioni relative al riutilizzo di garanzie finanziarie e di attività, nonché il livello massimo di leva finanziaria che il GEFIA è autorizzato ad utilizzare per conto del FIA. È necessario comunicare anche le procedure secondo le quali il FIA può cambiare la sua strategia di investimento o la sua politica di investimento, o entrambe, e le principali implicazioni giuridiche del rapporto contrattuale stabilito ai fini dell'investimento, comprese le informazioni sulla giurisdizione, la legge applicabile e l'eventuale esistenza di strumenti giuridici che prevedano il riconoscimento e l'esecuzione delle sentenze sul territorio in cui è stabilito il FIA (art. 23, comma 1, lett. a), b) e c)).

Per garantire un adeguato grado di protezione per gli investitori vanno fornite informazioni anche in merito all'identità del GEFIA, che deve soddisfare i requisiti richiesti dalla direttiva in oggetto, del depositario del FIA, del revisore e di ogni altro prestatore di servizi, nonché una descrizione dei loro doveri e dei diritti degli investitori. In tale direzione, è anche richiesta una descrizione di qualsiasi funzione di gestione delegata, della procedura di valutazione del FIA e della metodologia di determinazione del prezzo per la valutazione le attività, della gestione del rischio di liquidità del FIA, di tutte le commissioni, dell'equità di trattamento degli investitori, della procedura e delle condizioni per l'emissione e la vendita di quote o azioni, dell'ultimo valore patrimoniale netto del FIA o l'ultimo prezzo di mercato della quota o azione del fondo e dell'identità dell'intermediario principale. Infine, se disponibile sono comunicati il rendimento storico del FIA e l'ultima relazione annuale (art. 23, comma 1).

Analogamente di notevole portata è la previsione normativa concernente l'informativa da corrispondere in via continuativa e periodica. In particolare, va ricordato che il GEFIA è tenuto, per ciascun FIA UE che gestisce e per ciascun FIA che commercializza nell'Unione, a

⁵⁴¹ Al riguardo si rimanda ad ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di De Poli, Cedam, Padova, 2009, cit., p. 53 ss.

⁵⁴² Cfr. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Adelphi, Milano, 2006.

mettere a disposizione una relazione annuale per ogni esercizio al più tardi sei mesi dalla fine dell'esercizio stesso, su richiesta agli investitori (art. 22, comma 1).

I dati contabili contenuti nella suddetta relazione sono elaborati conformemente alle norme contabili dello Stato membro d'origine del FIA o conformemente alle norme contabili del paese terzo dove il FIA è stabilito e alle norme contabili stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA e sono controllati da una o più persone abilitate per legge alla revisione dei conti conformemente alla direttiva 2006/43/CE (art. 22, comma 3).

Del pari, significative appaiono le informazioni, che il GEFIA deve rendere agli investitori sempre in modo continuativo, riguardanti a) la percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni speciali a causa della loro natura illiquida; b) qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del FIA e c) il profilo di rischio attuale del FIA e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire tali rischi (art. 23, comma 4).

Partendo dalla considerazione che in linea generale il rapporto che sussiste tra operatori finanziari e investitori è caratterizzato da una connaturata asimmetria informativa, si comprende come la trasparenza divenga un fattore essenziale *nella tutela dei diritti e degli interessi dei risparmiatori*, assumendo uno specifico rilievo nella predisposizione di nuove regole.⁵⁴³ La trasparenza, infatti, è lo strumento tramite il quale si vuole porre *il consumatore nella condizione di evitare che controparti senza scrupoli, o quantomeno preoccupate unicamente di incrementare i propri profitti, collochino prodotti non validi o comunque con caratteristiche diverse da quelle con cui vengono propagandati o venduti*.⁵⁴⁴

L'esigenza di procedere all'attuazione di adeguate forme di salvaguardia degli investitori in fondi di investimento alternativo è realizzata dalla direttiva AIFMD anche attraverso la previsione di una serie di informazioni, destinate alle autorità di vigilanza, che rientrano nel quadro della cosiddetta "vigilanza informativa".⁵⁴⁵ *Il filo conduttore rimane sempre la trasparenza*.⁵⁴⁶

In particolare, è previsto che il GEFIA comunichi regolarmente alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine informazioni sui principali mercati e strumenti in cui negozia per conto dei FIA che gestisce e che indichi alle stesse, per ogni FIA UE che gestisce e per ogni FIA che commercializza nell'Unione, la percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni speciali a causa della loro natura illiquida; qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del FIA; il profilo di rischio attuale del FIA e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire il rischio di mercato, il rischio di liquidità, il rischio di controparte e altri rischi incluso il rischio operativo; informazioni sulle principali categorie di attività in cui il FIA ha investito e i risultati delle prove di stress (art. 24, comma 1 e 2). Resta fermo il potere dell'Autorità di richiedere all'AIFM, ai fini di un efficace monitoraggio del rischio sistemico, informazioni supplementari rispetto a quelle fornitegli, su base periodica e *ad hoc* (art. 24, comma 5).

⁵⁴³ Cfr. PELLEGRINI, op. ult. cit., cit., p. 822.

⁵⁴⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, Bari, 2004, cit., p. 95.

⁵⁴⁵ Sulla vigilanza informativa si veda TREQUATTRINI, *Le finalità della vigilanza informativa*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, Giuffrè, Milano, 1996, cit., p. 775 ss.; BERIONNE, *Vigilanza informativa*, in AA. VV., *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2001, cit., p. 521 ss.

⁵⁴⁶ Cfr. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2^a ed., 2010, p. 346.

Secondo un criterio di proporzionalità, determinate categorie di AIFM che, in forza del tipo di attività esercitata, espongono la propria attività di investimento a rischi aggiuntivi, soggiacciono ad obblighi informativi più stringenti.⁵⁴⁷ Si sta parlando, più specificatamente, dei GEFIA che utilizzano in modo considerevole la leva finanziaria nell'attività di gestione dei FIA, i quali devono dimostrare che i limiti della leva finanziaria da essi fissati per ogni FIA che gestiscono siano ragionevoli e rispettati in ogni momento.⁵⁴⁸

Le Autorità competenti utilizzano le informazioni fornite dal GEFIA per determinare in che misura l'utilizzo della leva finanziaria contribuisca ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario, i rischi di turbolenze sui mercati o i rischi per la crescita a lungo termine dell'economia (art. 25, comma 1).

Alla luce di quanto precede è possibile sostenere che *l'attività di monitoraggio, per quanto necessaria, non è sufficiente a prevenire situazioni di dissesto o crisi*, dovendosi al riguardo tener conto anche della necessità di *imporre limiti operativi ai gestori*.⁵⁴⁹ Dunque, si comprende in tale direzione il potere attribuito all'AESFEM, che svolge un ruolo di facilitazione e di coordinamento, cercando di assicurare, in particolare, che l'approccio adottato dalle autorità competenti sia coerente. Lo stesso, dopo aver ricevuto la notifica dalle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA, formula un parere destinato alle stesse autorità circa la misura proposta o adottata, nel quale si esamina se le condizioni per agire sembrano soddisfatte nonché l'adeguatezza e la durata delle misure. In base alle informazioni ricevute e tenuto conto dell'eventuale parere del CERS, l'AESFEM può determinare se la leva utilizzata da un GEFIA, o da un gruppo di GEFIA, rappresenti un rischio sostanziale per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e può formulare un parere per le autorità competenti per specificare le misure correttive da adottare, compresi i limiti al livello di leva finanziaria che tale GEFIA o gruppo di GEFIA è autorizzato a utilizzare. L'AESFEM informa immediatamente le autorità competenti interessate, il CERS e la Commissione in merito a tali determinazioni (art. 25, comma 5, 6 e 7). Sempre nell'ottica di prevenire situazioni di dissesto o crisi, la direttiva riconosce il potere dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine dell'AIFM di imporre limiti al livello di leva finanziaria utilizzabile, quando la stabilità del sistema finanziario, nel suo insieme, possa essere compromesso (art. 25, comma 3).

In tale contesto ordinatorio sono previsti specifici obblighi anche a carico dei gestori di fondi di investimento alternativi che acquisiscono partecipazioni di controllo in società. In particolare, la direttiva dispone che, qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata, i GEFIA che gestiscono tale FIA comunichino l'acquisizione del controllo da parte del FIA a) alla società non quotata; b) agli azionisti le cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA o possono essere messi a disposizione mediante la società non quotata o tramite un registro a cui il GEFIA ha o può avere accesso e c) alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA di FIA (art. 27, comma 2).

⁵⁴⁷ Cfr. BILOTTI, *AIFMD DIRECTIVE opportunità per i gestori di fondi alternativi*, in <http://luganofundforum.ch/en/wp-content/uploads/2013/12/casa4fund.pdf>, 26 Luglio 2013.

⁵⁴⁸ Il calcolo della leva, sostiene ESMA nella sua Relazione, dovrebbe essere espresso come il rapporto tra l'esposizione del FIA e il valore netto delle sue attività (cd. NAV).

⁵⁴⁹ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., p. 1191.

Molto ampia è la portata degli obblighi informativi che il GEFIA deve ancora rispettare: egli deve dare indicazioni circa la sua identità, la politica di prevenzione e gestione dei conflitti d'interesse e la politica in materia di comunicazione esterna e interna relativa alla società, in particolare per quanto riguarda i lavoratori (art. 28, comma 2, lett. a), b) e c)).

In tale contesto, rileva la disciplina sulla disaggregazione delle attività (art. 30). La Direttiva spiega come gli Stati membri prescrivono che, qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata o di un emittente, il GEFIA che gestisce tale FIA, per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo della compagnia da parte del FIA non è autorizzato a facilitare, sostenere o istruire nessuna distribuzione, riduzione di capitale, rimborso di azioni e/o acquisizione di azioni proprie da parte della compagnia. Inoltre, il gestore nel fattispecie in esame non può votare a favore della distribuzione, della riduzione di capitale, del rimborso di azioni e/o dell'acquisizione di azioni proprie da parte della società e deve adoperarsi al meglio per impedire le distribuzioni, le riduzioni di capitale, i rimborsi di azioni e/o le acquisizioni di azioni proprie da parte della società (art. 30, comma 1, lett. a), b) e c)).

Il legislatore intende limitare, in tal modo, il fenomeno della cd. "spoliazione delle attività" (asset stripping), attuabile dai gestori che acquisiscono il controllo della società al solo scopo di realizzare un profitto immediato. Tali obblighi non si applicano alle piccole e medie imprese o alle società veicolo finalizzate all'acquisto, alla detenzione o all'amministrazione di immobili. *È comprensibile, in questo caso, il proposito del legislatore di evitare inutili svantaggi alla crescita delle start-up e al settore del venture capital,* nella misura in cui questi non siano già esentati dall'ambito di applicazione dell'intera Direttiva.⁵⁵⁰

Sotto altro profilo, vengono in considerazione le disposizioni che impongono agli Stati membri di assicurare che un GEFIA autorizzato possa commercializzare quote o azioni di qualsiasi FIA che gestisce presso gli investitori professionali, situati o nello Stato membro d'origine del GEFIA o, previa notifica, in altri Paesi UE.

È evidente come il legislatore europeo appaia interessato ad impedire la possibilità di commercializzazione nei confronti dei investitori al dettaglio di quote o azioni di FIA; criterio, quest'ultimo, posto *in considerazione del fatto che si tratta di investimenti in strumenti finanziari che non soggiacciono alle norme di contenimento e frazionamento del rischio applicabili agli OICVM.*⁵⁵¹

Ad ogni modo, gli Stati membri possono consentire ai GEFIA di commercializzare presso gli investitori al dettaglio sul loro territorio quote o azioni dei FIA che gestiscono a norma della presente direttiva, indipendentemente dal fatto che tali FIA siano commercializzati su base nazionale o transnazionale o siano FIA UE o non UE. Viene lasciata cioè la scelta di poter o meno estendere l'offerta anche agli investitori al dettaglio. In tali casi, gli Stati membri possono imporre a carico del GEFIA o del FIA prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai FIA commercializzati presso investitori professionali sul loro territorio (art. 43, comma 1).

Entrando nel cuore della direttiva, è il caso di analizzare la disposizione con cui viene introdotto il passaporto europeo, la cui predisposizione evidenzia la volontà del legislatore di creare un mercato unico europeo. In particolare, un GEFIA autorizzato nel proprio Stato

⁵⁵⁰ Cfr. CAROTENUTO, *Misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi ("AIFMD")*, cit.

⁵⁵¹ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., p. 1192.

membro di origine è autorizzato a commercializzare i suoi fondi ad investitori professionali, come definiti dalla Direttiva MIFID,⁵⁵² sul territorio di ogni altro Stato membro: *questo rappresenta il principale vantaggio in termini commerciali per gli operatori derivante dalla Direttiva.*

Infatti, il GEFIA attraverso una procedura di notificazione allo Stato membro d'origine, grazie alla quale sono trasmesse le informazioni necessarie alle autorità competenti dello Stato membro ospitante, ottiene la possibilità di commercializzazione transfrontaliera (art. 32, comma 2), senza riconoscere la possibilità per gli Stati membri ospitanti del GEFIA di imporre obblighi supplementari per quanto riguarda le materie disciplinate dalla presente direttiva. L'intenzione del legislatore comunitario è quella di estendere in futuro *il meccanismo del passaporto anche alla commercializzazione cross border*, presso investitori professionali, di Fia non UE gestiti da un Gefia UE (art. 35), Fia UE gestiti da Gefia non UE (art. 39) e Fia non UE gestiti da Gefia non UE (art. 40): *il diritto di commercializzare tali strumenti presso gli investitori professionali diverrà effettivo solo tre anni dopo il termine di un articolato processo di attuazione*, dunque, indicativamente, nell'autunno 2015. La presenza di questo periodo è spiegata dalle oggettive difficoltà riscontrate nell'attuazione pratica di tale meccanismo e dai persistenti disaccordi tra gli Stati membri, relativamente alle condizioni e alle modalità di applicazione, a causa della mancanza di una vera e propria esperienza *in subiecta materia*.⁵⁵³

Il meccanismo in esame è ad oggi regolato con riguardo alla commercializzazione di Fia non UE da parte di Gefia non UE: il gestore nella fattispecie deve ottenere l'autorizzazione preventiva dalle autorità competenti del suo Stato membro di riferimento. Tale autorizzazione sarà concessa soltanto in presenza delle seguenti condizioni: devono esistere appropriati meccanismi di cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro di riferimento e l'autorità di vigilanza del paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito; il paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito non deve essere classificato come paese o territorio non cooperativo dal FATF e deve aver firmato, con lo Stato membro di riferimento e con ogni altro Stato membro in cui si intendono commercializzare le quote o le azioni del FIA non UE, un accordo che rispetta pienamente le norme di cui all'art. 26 del modello di convenzione fiscale dell'OCSE in materia di imposte sul reddito e sul patrimonio e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali (art. 40, comma 2, lett. a), b) e c)). Anche prima dell'entrata in vigore del passaporto per i FIA non UE prevista nell'autunno 2015, gli Stati membri possono comunque autorizzare (nel rispetto del diritto nazionale) sia i Gefia UE a commercializzare i Fia non UE (art. 36), sia i Gefia non UE a commercializzare i propri Fia, UE e non (art. 42). L'autorizzazione potrà essere rilasciata

⁵⁵² In particolare, alcuni ritengono che la definizione di investitori professionali prevista dalla MIFID non sia adeguata anche per gli investitori professionali in fondi. Sul punto, cfr. LUCIANO, op. ult. cit., cit., p. 635: *“La definizione proposta dalla MIFID di investitori professionali non è particolarmente appropriata per gli investitori in fondi. Nonostante essa includa la maggior parte dei tradizionali investitori istituzionali (con pochi problemi circa le nuove o piccole società che fanno parte di gruppi di dimensioni maggiori, i soggetti non regolamentati e le istituzioni che non investono principalmente in strumenti finanziari), essa prevede pure un processo di opt-up che è predisposto per ricomprendere altri investitori esperti. Malauguratamente, quel sistema di opt-up richiede di conformarsi con test che sono predisposti per coloro che fanno frequentemente trading di strumenti finanziari piuttosto che investimenti a lungo termine, fondi e altre classi di asset. In particolare, gli hyper net worth individual e i family office potrebbero restare esclusi”.*

⁵⁵³ Cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., pp. 1192-1194.

subordinatamente ad almeno le seguenti condizioni: a) il Gefia rispetti le prescrizioni della Direttiva indicate agli artt. 36 e 42, a seconda dei casi; b) esistano appropriati meccanismi di cooperazione tra le Autorità competenti dello Stato membro d'origine del Gefia e le Autorità di vigilanza del paese terzo in cui il Fia non UE è stabilito; c) il paese terzo, in cui il Fia non UE è stabilito, non sia catalogato come paese o territorio non cooperativo dal FATF (art. 42, comma 1).

Ad ogni modo, prima di tale data, le Autorità decideranno sulle base delle disposizioni nazionali applicabili, anche se dovranno attenersi le indicazioni e gli orientamenti stabilite dalla Commissione e dall'AESFEM (art. 36, commi 3 e 4; art. 42, commi 3 e 4). Dopo tale data, invece, il regime del passaporto si affiancherà ai regimi nazionali; tale situazione di complementarità durerà fino al 2018. Infatti, a partire da quel momento, il passaporto diverrà l'unico regime obbligatorio applicabile in tutti gli Stati membri.⁵⁵⁴

Da ultimo, va riconosciuto che la presente direttiva non dovrebbe pregiudicare la situazione attuale, in cui un investitore professionale stabilito nell'Unione può investire in FIA di propria iniziativa, a prescindere da dove sia stabilito il GEFIA e/o il FIA.⁵⁵⁵

È evidente, allora, che il legislatore attraverso le disposizioni esaminate in tale sede non intende limitare in nessun modo le scelte degli investitori comunitari: infatti, nessuna norma che limiti od impedisca la c.d. "reverse solicitation" è stata inserita, *sebbene una proposta in tal senso fosse stata formulata nel corso dei lavori nel senso al Parlamento Europeo. Ovviamente, la reverse solicitation risulterà lecita se, e nella misura in cui, non configuri nella sostanza un'attività di offerta/promozione di quote/azioni di FIA esteri in Italia, realizzata senza l'osservanza delle disposizioni che regolano, appunto, la commercializzazione transfrontaliera.*⁵⁵⁶

Risulta chiaro che il legislatore comunitario con dette puntualizzazioni disciplinari ha inteso rafforzare la regolamentazione dei gestori dei fondi di investimento alternativi, al fine di definire un quadro normativo omogeneo in relazione a prodotti finanziari caratterizzati da una forte eterogeneità, quali sono appunto i FIA, e, dunque, agendo per la stabilità del sistema.

In tale prospettiva, *l'attuazione della AIFMD trasformerà gli spazi tradizionalmente dedicati alla gestione del risparmio alternativo. Una grande sfida si prospetta quindi per i gestori dei fondi e i fornitori dei servizi collegati alla gestione per accrescere tanto il loro business quanto l'appetibilità di questo tipo di prodotti per gli investitori. È auspicabile che i singoli Stati membri adottino misure di implementazione in linea con lo spirito della Direttiva AIFM senza porre misure di attuazione che favoriscano la pratica del forum shopping.*⁵⁵⁷ Sarà comunque fondamentale verificare il reale impatto di alcune delle norme previste per comprendere se possa dirsi effettivamente realizzato l'equilibrio tra efficienza dell'attività gestoria e protezione dell'investitore.⁵⁵⁸

⁵⁵⁴ Cfr. GUFFANTI, *Gli impatti della direttiva AIFMD sul mercato italiano*,

in http://www.hedgeinvest.it/academy/flash/doc/19112013-Edoardo_Guffanti.pdf, Milano, 19 Novembre 2013.

⁵⁵⁵ Si veda Considerando (70) della Direttiva 2011/61/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵⁵⁶ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., p. 1194.

⁵⁵⁷ Cfr. SAPIENZA, CAIAZZO DONNINI PAPPALARDO, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi*, in *Diritto Bancario-Approfondimenti*, Giugno 2013.

⁵⁵⁸ Cfr. PANE, *La direttiva AIFM e l'impatto sul private equity in Italia*, in *Diritto* 24, 30 Novembre 2011, cit., p. 2.

3.3 Le misure di esecuzione della “AIFMD”: il Regolamento delegato UE n. 231/2013 e le indicazioni di terzo livello dell’ESMA

Sulla scorta di quanto precede dovrebbero risultare chiari il contenuto e le finalità della Direttiva AIFMD, la quale predispone un quadro di norme preordinate al soddisfacimento di una serie di obiettivi. Un punto importante, infatti, nella disciplina istituita al fine di regolare i gestori dei fondi di investimento alternativi è quello di *scongiurare il rischio di instabilità dei mercati*⁵⁵⁹ e, conseguentemente, di *minimizzare i rischi per gli investitori*. Ben precise evidenze, infatti, hanno dimostrato che molte strategie dei GEFIA sono vulnerabili ad alcuni o a numerosi gravi rischi in relazione agli investitori, agli altri partecipanti ai mercati e ai mercati stessi.⁵⁶⁰

V’è convergenza d’opinioni nel ritenere che il legislatore comunitario attraverso tale intervento voglia incentivare il ricorso all’investimento nei fondi alternativi,⁵⁶¹ la commercializzazione transfrontaliera dei FIA e la libera circolazione dei prodotti e dei gestori.^{562 563}

Ad ogni modo, a monte di ogni considerazione sulla direttiva in questione va posto in evidenza che essa ha di mira *l’interesse dei clienti e l’integrità dei mercati, vale a dire finalità che si pongono a base di ogni disegno che ha come oggetto la tutela degli investitori*.⁵⁶⁴

Sul piano delle concretezze, *per quanto concerne l’attuazione della direttiva, si è deciso di prevedere un regime transitorio diluito nel tempo*. Il legislatore comunitario ha disposto che la direttiva AIFMD dovrà essere recepita entro due anni dalla sua entrata in vigore, ossia il 21 Luglio 2011, anche se i GEFIA e i FIA costituiti nell’Unione Europea, per un periodo iniziale di due anni, potranno usufruire immediatamente del “passaporto”.⁵⁶⁵

⁵⁵⁹ Si veda il Considerando (2) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: “(...) Pertanto, la presente direttiva mira a stabilire disposizioni comuni in materia di autorizzazione e vigilanza dei GEFIA per fornire un approccio uniforme ai rischi connessi e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell’Unione”.

⁵⁶⁰ Si rimanda al Considerando (3) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi.

⁵⁶¹ Si tenga presente il Considerando (1) del Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il venture capital, in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:IT:PDF>.

⁵⁶² Si tenga presente il Considerando (4) della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: “La presente direttiva mira a creare un mercato interno per i GEFIA e un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato e rigoroso per quanto riguarda le attività all’interno dell’Unione di tutti i GEFIA, incluso quelli aventi sede legale in uno Stato membro (GEFIA UE) e quelli aventi sede legale in un paese terzo (GEFIA non UE)(...)”.

⁵⁶³ Sulle finalità dell’intervento del legislatore comunitario, cfr. CENGIA, *Introduzione alla AIFMD e al Regolamento EuVECA: ipotesi attuative, spunti e riflessioni*, Intervento al seminario “L’attuazione della Direttiva AIFM tra criticità e opportunità per il private equity”, Milano, 13 Novembre 2013.

⁵⁶⁴ Cfr. GAGGERO, *Commento sub. art. 17 d. lgs. n. 415/1996*, in AA. VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 1997, cit., p. 127; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 371 ss.

⁵⁶⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi*, cit., pp. 60-61.

Si è in presenza di un'opzione normativa che prevede, soltanto quattro anni dopo l'entrata in vigore della AIFMD, ossia a partire dal 2015, la possibilità di applicare il passaporto anche ai GEFIA extra UE. Durante suddetto periodo transitorio di due anni, al quale dovranno sottostare i GEFIA non UE, continueranno a essere applicati i regimi nazionali degli Stati membri, *nel rispetto di determinate condizioni minime di armonizzazione*. Tale regime disciplinare è riconducibile anche ai GEFIA UE che gestiscono FIA non UE: costoro potranno ottenere il passaporto per la commercializzazione degli stessi nell'Unione europea solo dal 2015, *successivamente all'entrata in vigore di un atto delegato della Commissione*. La normativa che ci occupa individua un ulteriore periodo della durata di tre anni, in seguito a quello transitorio, durante il quale potranno coesistere sia il passaporto UE sia i regimi di *private placement* dei singoli Stati membri e al termine del quale sarà predisposta *la totale abolizione dei regimi nazionali con l'emanazione di un provvedimento da parte della Commissione Europea*.⁵⁶⁶

Una tappa fondamentale dell'evoluzione normativa analizzata è incarnata dalla data del 22 luglio 2013, momento in cui è scaduto il termine di recepimento della direttiva negli ordinamenti nazionali ed è entrato in vigore anche il Regolamento (UE) n. 231/2013, attuativo della AIFMD.⁵⁶⁷ Sia la direttiva 2011/61/CE che il Regolamento di secondo livello della Commissione europea contengono disposizioni finalizzate *a contenere i rischi per la stabilità del sistema finanziario, assoggettando gli hedge funds a una disciplina armonizzata in materia di gestione dei conflitti di interessi, trasparenza, gestione dei rischi e ricorso alla leva finanziaria* e il cui contenuto è *in gran parte coerente* con la normativa regolamentare nazionale vigente attualmente.⁵⁶⁸

Significativa deve ritenersi l'incidenza che *in subiecta materia* ha assunto il recepimento del Regolamento sopramenzionato: *ad avviso della Commissione*, infatti, quest'ultimo costituisce *lo strumento legale appropriato per definire, all'interno di un unico riferimento normativo, regole uniformi per tutti i GEFIA*. Sotto un profilo generale è evidente come tale visione sia spiegata dal fatto che esso, *non richiedendo una sua trasposizione a livello nazionale, consente di evitare il rischio di applicazioni differenti della direttiva nei vari Stati membri, facilitando così l'attività transfrontaliera di gestione e di commercializzazione dei FIA*.⁵⁶⁹

Alla constatazione dell'efficacia diretta che il Regolamento 231/2013 ha avuto nel nostro ordinamento, *analogamente a quelle disposizioni della direttiva che devono ritenersi self-executing in virtù del loro contenuto chiaro, preciso e dettagliato*, ha fatto seguito l'intervento della Banca d'Italia e della Consob, che in veste di autorità competenti hanno fornito, secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, *indicazioni tese a*

⁵⁶⁶ Cfr. D'APICE, *La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM*, in Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni, Factbook 2012, cit., p. 78.

⁵⁶⁷ Si tratta del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

⁵⁶⁸ Cfr. VEGAS, *Le questioni in corso e le linee di indirizzo*, in Relazione per l'anno 2012, Consob, Roma, 31 Marzo 2013, cit., p. 12.

⁵⁶⁹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, Documento conclusivo, in http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,794,9752/taskforce2013_4lug.pdf, Aprile 2013, cit. p. 6.

*chiarire le regole applicabili a partire dal 22 luglio 2013 e sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento della AIFMD.*⁵⁷⁰

In tale contesto normativo si chiarisce progressivamente la posizione assunta dai gestori italiani.

Più nel dettaglio, nella comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob, è previsto che le società di gestione del risparmio (SGR) che, alla data del 22 luglio 2013, gestiscono e commercializzano, nei confronti di investitori professionali o al dettaglio, OICR che rientrano nell'ambito applicativo della direttiva 2011/61/CE possono continuare a svolgere tale attività fino all'entrata in vigore delle disposizioni legislative e regolamentari di recepimento della AIFMD stessa, in base al quadro normativo nazionale vigente.

Da considerare, peraltro, che la disciplina nazionale, fino alla data di recepimento, regolerà anche l'autorizzazione dei nuovi gestori italiani e l'istituzione e la commercializzazione dei nuovi FIA italiani. L'intervento per tal via attivato mira, inoltre, ad arginare, fino alla data di entrata in vigore delle disposizioni legislative e regolamentari di recepimento della AIFMD, la possibilità per le SGR di gestire o commercializzare FIA in via transfrontaliera negli altri Stati membri dell'UE mediante la procedura di notifica prevista dagli articoli 32 e 33 della direttiva in questione.⁵⁷¹

Nel quadro dei provvedimenti riguardanti i gestori comunitari, intendendo per tali gli OICR rientranti nel perimetro applicativo della direttiva costituiti in uno Stato membro dell'UE diverso dall'Italia, FIA UE, e gestiti da un soggetto stabilito in uno Stato membro dell'UE diverso dall'Italia, GEFIA UE, la comunicazione congiunta prevede che essi possono continuare a commercializzare FIA UE in Italia nei confronti di investitori professionali e che, entro il 22 luglio 2014, devono adottare tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della AIFMD, nonché effettuare la notifica prescritta dall'articolo 32 della direttiva 2011/61/CE,⁵⁷² per mezzo della autorità competente dello Stato d'origine, una volta ottenuta l'autorizzazione ai sensi della direttiva medesima. In mancanza, la commercializzazione è sospesa.⁵⁷³

È evidente come il legislatore attraverso la nuova costruzione normativa in materia di gestori di fondi alternativi, la predisposizione di un rigoroso sistema di supervisione e vigilanza sugli operatori del mercato finanziario e di un preciso processo autorizzativo a cui gli stessi devono attenersi cerchi di superare gli inconvenienti collegati al verificarsi di quegli eventi che presentano seri dubbi di compatibilità con la natura dei mercati finanziari.

In tale direzione si muove anche la suddetta comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob, la quale ha chiarito che, a partire dal 22 Luglio 2013, i GEFIA UE stabiliti in uno Stato membro in cui la AIFMD è stata trasposta nel quadro normativo nazionale e che intendono commercializzare in Italia nei confronti di investitori professionali i FIA dagli stessi gestiti devono applicare la procedura di notifica prevista dall'art. 32 della Direttiva 2011/61/CE. È,

⁵⁷⁰ Cfr. COMUNICAZIONE CONGIUNTA BANCA D'ITALIA-CONSOB, *Attuazione della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi*, in <http://www.bancaditalia.it/media/notizie/bi-consob-26071326>, Luglio 2013, p. 1.

⁵⁷¹ Cfr. GUFFANTI, *Gli impatti della direttiva AIFMD sul mercato italiano*, cit., p. 16.

⁵⁷² L'articolo 32 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi riguarda "Commercializzazione di quote o azioni di FIA UE in Stati membri diversi dallo Stato membro d'origine del GEFIA".

⁵⁷³ Cfr. COMUNICAZIONE CONGIUNTA BANCA D'ITALIA-CONSOB, *Attuazione della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi*, p. 2.

in aggiunta, richiesto che la lettera di notifica sia inviata, per il tramite dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine del GEFIA UE, alla Consob e trasmessa tempestivamente alla Banca d'Italia.

La procedura di autorizzazione prevista dall'articolo 42, comma 5, TUF,⁵⁷⁴ come definita dalla relativa disciplina regolamentare attuativa, continua ad applicarsi alle istanze di commercializzazione in Italia sia di FIA gestiti da GEFIA UE stabiliti in uno Stato membro in cui la direttiva non è stata ancora trasposta sia nei confronti di investitori al dettaglio di FIA gestiti da GEFIA UE stabiliti in uno Stato membro in cui la AIFMD è stata trasposta nel quadro normativo nazionale. Il rilascio dell'autorizzazione presuppone che i GEFIA UE abbiano completato, per ciascun FIA da commercializzare, la procedura di notifica prevista dall'art. 32 della Direttiva.

Invece, i GEFIA UE stabiliti in uno Stato membro in cui la AIFMD è stata trasposta nel quadro normativo nazionale che intendono gestire un FIA italiano, sia in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursale, applicano la procedura di comunicazione descritta dall'articolo 33 della direttiva 2011/61/CE.⁵⁷⁵ La comunicazione è inviata, per il tramite dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine del GEFIA UE, alla Banca d'Italia, che provvede agli adempimenti conseguenti e all'iscrizione dei GEFIA UE in una sezione apposita dall'albo prevista dall'articolo 35 del TUF, e trasmessa tempestivamente alla Consob.⁵⁷⁶

Consegue la proposizione di una disciplina valida fino al recepimento della direttiva in esame in merito a gestori e FIA extracomunitari, quale si individua soprattutto con riguardo alla procedura autorizzatoria prevista all'articolo 42, comma 5, TUF, che continua ad applicarsi alle istanze di commercializzazione in Italia di FIA gestiti da un soggetto stabilito in un Paese terzo ("GEFIA non UE") e "FIA non UE" gestiti da "GEFIA UE".⁵⁷⁷

Come già accennato nei precedenti paragrafi, la ricerca di un modello legislativo di sviluppo specificatamente idoneo alle dinamiche proprie dei gestori di fondi di investimento alternativo giunge a completamento con le previsioni di dettaglio contenute nel Regolamento n. 231/2013 e con le misure di terzo livello adottate dall'ESMA, che si articolano nella pubblicazione delle Linee guida sulle politiche di remunerazione⁵⁷⁸ e di un documento di consultazione

⁵⁷⁴ L'articolo 42, comma 5 del Testo Unico della Finanza, d.lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58, recita così: "L'offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento non rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive in materia di organismi di investimento collettivo è autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, a condizione che i relativi schemi di funzionamento siano compatibili con quelli previsti per gli organismi italiani".

⁵⁷⁵ L'articolo 32 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi riguarda le "Condizioni per la gestione di FIA UE stabiliti in altri Stati membri".

⁵⁷⁶ Lo Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55) prevede che il "nuovo" articolo 35, comma 1, del Testo Unico della Finanza reciti così: "Le SGR sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia distinto in due sezioni per la gestione di OICVM e di FIA. Le società di gestione UE e i GEFIA UE e non UE che hanno effettuato le comunicazioni ai sensi degli articoli 41 bis, 41-ter e 41-quater, sono iscritte in sezioni distinte di un apposito elenco allegato all'albo".

⁵⁷⁷ Cfr. COMUNICAZIONE CONGIUNTA BANCA D'ITALIA-CONSOB, Attuazione della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi, pp. 2-3; al riguardo altresì cfr. GUFFANTI, op. ult. cit., cit., pp. 17-19.

⁵⁷⁸ Si rimanda a ESMA Final Report, *Guidelines on sound remuneration policies under AIFMD*, in <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-201.pdf>, Febbraio 2013.

concernente le Linee guida su alcuni concetti chiave della direttiva AIFM.⁵⁷⁹ Nell'ambito dell'attività di supporto fornita dall'ESMA alla Commissione si inserisce anche un progetto di norme tecniche di regolamentazione elaborato dall'ESMA per stabilire le tipologie di GEFIA.⁵⁸⁰

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato un tavolo di lavoro con la Banca d'Italia e la CONSOB volto a dare contenuto agli obiettivi disciplinari designati dalla direttiva AIFMD e a definire lo schema di decreto legislativo⁵⁸¹ di attuazione nel nostro ordinamento della medesima direttiva.⁵⁸²

3.4 Segue: l'impatto sul mercato finanziario italiano

L'istanza alla ridefinizione del mercato dei fondi di investimento alternativi, volta ad incrementare i *livelli di trasparenza per gli investitori*, a *garantire certificazioni di qualità per i GEFIA che operano nell'Unione Europea* e ad assicurare agli stessi *la possibilità di sviluppare la propria operatività anche in via transfrontaliera*, avrà un *forte impatto sull'operatività delle SGR italiane*.⁵⁸³ Sulla base di siffatta considerazione, l'Associazione italiana del risparmio gestito, Assogestioni, ha istituito, il 27 novembre 2012, un'apposita *Task Force*, nella prospettiva di predisporre delle proposte funzionali all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla legislazione comunitaria.⁵⁸⁴

Al riguardo, va in primo luogo segnalato che, rispetto alla direttiva AIFMD, la disciplina nazionale ed, in particolare, l'articolo 1, comma 1, lett. n) del TUF,⁵⁸⁵ non prevede la suddivisione né delle attività che i gestori possono svolgere tra minime e supplementari, prevista invece nell'Allegato I della direttiva 2011/61/CE, né, nell'ambito dell'attività di gestione, tra attività di gestione del portafoglio e attività di gestione del rischio.⁵⁸⁶

⁵⁷⁹ ESMA Consultation Paper, *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, in <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-845.pdf>, Dicembre 2012. Nelle more della pubblicazione del presente Documento, l'ESMA ha pubblicato il Final Report recante "*Guidelines on Key concepts of the AIFMD*" del 24 Maggio 2013 (ESMA/2013/600).

⁵⁸⁰ ESMA Final Report, *Draft regulatory technical standards on types of AIFMs*, in <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-413.pdf>, Aprile 2013.

⁵⁸¹ Si tratta dello *Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55)*, in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

⁵⁸² Cfr. D'APICE, *La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM*, cit., pp. 79-80.

⁵⁸³ Cfr. ASSOGESTIONI, *AIFMD, una Task Force per valutare gli effetti*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 1, Ottobre 2013, cit., p. 20.

⁵⁸⁴ Cfr. D'APICE, *Al via la Task Force Assogestioni sulla Direttiva AIFM*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,8992,49,html/al-via-la-task-force-assogestioni-sulla-direttiva-aifm>.

⁵⁸⁵ L'articolo 1, comma 1, lett. n) del Testo Unico della Finanza, d.lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58 definisce la gestione collettiva del risparmio come quel "*servizio che si realizza attraverso:1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; 2) la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili*".

⁵⁸⁶ Al contrario, la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi prevede all'articolo 6, comma 5, lett. d) che un GEFIA "*non può essere autorizzato a prestare l'attività di gestione del portafoglio senza fornire anche l'attività di gestione del rischio e viceversa*".

A tali elementi si aggiunga che nel nostro ordinamento il Testo Unico permette alle SGR di poter prestare congiuntamente o disgiuntamente le attività di gestione e di promozione, prevedendo nel caso in cui si opti per l'esercizio disgiunto delle attività che "entrambe" le SGR siano solidalmente responsabili verso i partecipanti.

Nella ricerca di linee di adeguamento ed armonizzazione con la direttiva 2011/61/CE, Assogestioni manifesta l'intenzione di mantenere la facoltà riconosciuta alle SGR dalla normativa domestica di dissociare la funzione di promozione del fondo da quella di gestione del patrimonio dello stesso; se ciò non fosse possibile sotto un profilo generale, l'associazione richiede che rimanga applicabile almeno per le SGR che istituiscono/gestiscono fondi armonizzati. La siffatta proposta di Assogestioni si spiega alla luce della considerazione che il *modello SGR-promotore e SGR-gestore rappresenta una soluzione organizzativa nazionale che ha consentito alle società di specializzarsi nei segmenti di mercato in cui hanno ritenuto meglio di operare, rendendo così possibile una maggiore flessibilità gestionale nonché una maggiore rapidità nell'implementazione delle modifiche di asset allocation, specialmente nelle fasi di mercati volatili.*⁵⁸⁷

Ed invero, il legislatore comunitario nella direttiva su cui stiamo focalizzando la nostra indagine delinea la prospettiva di un sistema normativo nell'ambito del quale si punta al superamento del modello italiano di promozione-gestione, ad appannaggio di una struttura in cui è richiesto agli Stati membri di provvedere affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva (art. 5, comma 1 della direttiva AIFMD).

A ben considerare, le determinazioni per tal via assunte sono destinate a salvaguardare le soluzioni organizzative e procedurali che hanno finora distinto il sistema nazionale rispetto ad altri ordinamenti evoluti. In quest'ottica l'Associazione italiana del risparmio gestito ha messo in guardia dal rischio che non si riesca a preservare *il modello nazionale che consente alla banca depositaria di svolgere la funzione di calcolo del NAV degli OICR in "regime di affidamento" e cioè il modello organizzativo che consente di integrare, con l'attività di calcolo del valore del NAV, le funzioni tipicamente proprie della banca depositaria: ciò, nel quadro di un rapporto che non è di "delega" ma di "incarico" svolto dalla banca depositaria come titolare di un potere proprio.*⁵⁸⁸

In delineato contesto, Assogestioni chiede alle autorità italiane di salvaguardare anche la facoltà delle società di gestione di "incaricare" la banca depositaria a svolgere il calcolo del NAV degli OICR. Le proposte effettuate dall'Associazione fin qui elencate sono finalizzate a richiedere il mantenimento dei suddetti modelli organizzativi almeno per le SGR di OICR armonizzati, *tenuto conto che né la direttiva UCITS IV né la direttiva UCITS V (in fase di definizione) contengono alcuna disciplina sul soggetto valutatore "nominato" per il calcolo del NAV* e, più in generale, previsioni contrarie alla loro salvaguardia.⁵⁸⁹

Il riconoscimento ascrivibile al perseguimento della difesa degli elementi che contraddistinguono il mercato nazionale, insieme *alla volontà di tutelare la competitività del*

⁵⁸⁷ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. p. 11.

⁵⁸⁸ Cfr. 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.

⁵⁸⁹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. p. 74-75.

mercato italiano dei fondi di investimento alternativi,⁵⁹⁰ trova altresì conferma nell'inquadramento delle ulteriori proposte poste in essere da Assogestioni. Esaminate in questa ottica, viene certamente in rilievo la richiesta di lasciare inalterata sia *la possibilità di conferire deleghe di gestione che riguardino anche la "totalità" del patrimonio degli OICR gestiti* sia *la disciplina che prevede l'esclusione dei fondi di cui agli artt. 15 e 16 del d.m. 228/99 dall'approvazione dei relativi regolamenti di gestione da parte della Banca d'Italia.*⁵⁹¹

Sotto il versante dei prodotti, secondo la Task Force Assogestioni, il recepimento della direttiva AIFM è *l'occasione ideale per rendere più attraente il mercato nazionale rispetto a quello di altri ordinamenti*, in quanto tale provvedimento normativo rappresenta l'occasione per rivedere la gamma esistente degli OICR di diritto italiano.⁵⁹²

Non può omettersi di sottolineare che l'Associazione ha fatto in tale direzione una serie di proposte: ha richiesto che venga riconosciuta *maggiore flessibilità nell'attività d'investimento degli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi retail*, eliminando alcune delle limitazioni attualmente esistenti nonché ampliando l'universo investibile e che siano rese possibili *modalità di investimento e operative "ulteriori e più ampie" rispetto a quelle riconosciute agli UCITS*; ciò risulterebbe *coerente con la natura "alternativa" di questi OICR e consentirebbe di soddisfare una domanda del mercato interno, costituito prevalentemente da investitori retail, ma anche e soprattutto di canalizzare una quantità ingente di risorse verso l'economia reale.*⁵⁹³ Ed ancora. Assogestioni ha proposto che vengano eliminate *le limitazioni esistenti all'investimento degli OICR riconducibili nella tipologia degli OICR alternativi "riservati"* come, ad esempio, quelle in tema di conflitti d'interessi e di utilizzo della leva finanziaria; che siano superate *le limitazioni all'accesso per gli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi* e, in particolare, che venga eliminato *l'ammontare minimo di sottoscrizione* attualmente previsto per la partecipazione ai fondi speculativi,⁵⁹⁴ che venga rivista la disciplina dei fondi immobiliari e che venga introdotta *una disciplina degli OICR alternativi diversi dai fondi comuni d'investimento, la SICAF*. Da ultimo, ha richiesto che vengano coordinate *le disposizioni di attuazione della direttiva AIFM con la disciplina fiscale vigente in materia di OICR.*⁵⁹⁵

Va, altresì, tenuto presente che, nonostante la Direttiva 2011/61/CE disciplini esclusivamente i gestori di fondi di investimento alternativi, non spingendosi a livello dei prodotti gestiti, per i quali permane la piena competenza normativa dei singoli Stati membri, *il legislatore europeo ha avvertito l'esigenza di creare un mercato unico europeo anche per fondi d'investimento alternativi "specializzati"*. A tale fine, sono stati pubblicati i già menzionati Regolamenti (UE) nn. 345 e 346 del Parlamento europeo e del Consiglio sui Fondi Europei per il Venture Capital (EuVECA) e sui Fondi Europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) e

⁵⁹⁰ Cfr. D'APICE, *Task Force AIFM, ecco il documento conclusivo*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,9372,49,html/task-force-aifm-ecco-il-documento-conclusivo>.

⁵⁹¹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. p. 12 e p. 82.

⁵⁹² Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force AIFMD: le proposte dell'associazione*, p. 24.

⁵⁹³ Cfr. D'APICE, *Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, cit.

⁵⁹⁴ Tale limite è previsto dall'articolo 16 del decreto del Ministro del tesoro 24 maggio 1999, n. 228.

⁵⁹⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. pp. 32-42.

nel giugno 2013 ha fatto seguito la pubblicazione, da parte della Commissione europea, di una Proposta di Regolamento sui Fondi Europei di Investimento a Lungo Termine (ELTIF). L'obiettivo ultimo dei suddetti Regolamenti è la predisposizione di strumenti che siano in grado di finanziare l'economia europea, contemperando le diverse esigenze di trasparenza, tutela degli investitori e carattere prudenziale della disciplina. Mentre, da un lato, i Regolamenti EuVECA e EuSEF predispongono fondi chiamati a *favorire la crescita di una nicchia molto specifica dell'economia europea - cioè le start-up finanziate dal venture capital e le imprese specializzate nel sociale*, dall'altro, invece, i fondi ELTIF sono *finalizzati a fornire finanziamenti ad imprese di varia natura (diverse da una "impresa finanziaria") e possono essere offerti anche agli investitori retail*.⁵⁹⁶

Per completare la panoramica della disciplina analizzata, può ricordarsi che, nelle more della modifica del TUF, la Consob e la Banca d'Italia hanno stabilito alcuni criteri per mezzo dei quali si è permessa la tempestiva applicazione dei Regolamenti nn. 345 e 346, secondo un'impostazione coerente con le disposizioni contenute nello schema di decreto legislativo posto in consultazione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

In particolare, è previsto che, a partire dal 22 luglio 2013, le SGR che gestiscono OICR che soddisfano i requisiti previsti nei regolamenti UE in esame ne diano comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob, fornendo l'elenco degli Stati membri in cui ciascun fondo sarà commercializzato: esse, per tal via, si intendono registrate e sono autorizzate a commercializzare tali fondi ai sensi dei citati Regolamenti.

Non è d'altra parte senza rilievo quanto disposto per i soggetti italiani diversi dalle SGR, che svolgono un'attività qualificabile come servizio di gestione collettiva di OICR che soddisfano i requisiti previsti nei regolamenti UE nn. 345 e 346 del 2013: costoro possono comunicare alla Banca d'Italia e alla Consob l'intenzione di registrarsi ai sensi dei menzionati Regolamenti comunitari. Tali soggetti, una volta registrati, possono commercializzare i relativi fondi ai sensi dei regolamenti medesimi e subordinatamente al rispetto dei requisiti ivi previsti.

I gestori europei di fondi che soddisfano i requisiti previsti nei Regolamenti EuVECA e EuSEF e intendono commercializzare in Italia i propri fondi effettuano, per il tramite della competente autorità dello Stato d'origine, la notifica prescritta dagli artt. 16 del regolamento (UE) n. 345/2013 e 17 del regolamento (UE) n. 346/2013, una volta ottenuta la registrazione ai sensi di citati regolamenti. La Consob riceve tale notifica e la trasmette tempestivamente alla Banca d'Italia.⁵⁹⁷

Dalla esposizione dei caratteri salienti della disciplina in materia di gestori di fondi di investimento alternativi e dalle disposizioni attuative della medesima nell'ordinamento finanziario italiano si evince che tra le molteplici novità rileva l'istituzione nel nostro sistema disciplinare, accanto alle SGR e alle SICAV, di un nuovo veicolo di investimento, la SICAF: *l'OICR chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del*

⁵⁹⁶ Cfr. D'APICE, *Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, cit.

⁵⁹⁷ Cfr. COMUNICAZIONE CONGIUNTA BANCA D'ITALIA-CONSOB, *Attuazione della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi*, pp. 3-4.

*patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi.*⁵⁹⁸

Si segnala, in particolare, che la SICAF permette di: (i) risolvere le difficoltà di applicazione delle normative di derivazione comunitaria, concepite esclusivamente per prodotti che rivestono la forma societaria, piuttosto che quella contrattuale di patrimonio autonomo e separato; (ii) superare i problemi legati alla *governance* dei fondi chiusi, grazie alla coincidenza tra investitori e azionisti. Assogestioni sostiene, inoltre, che la disciplina, da inserirsi all'interno del TUF, dovrebbe almeno prevedere che la SICAF: (i) si rivolga ad investitori sia istituzionali sia *retail*; (ii) faccia ricorso ad una SGR per la gestione del portafoglio; (iii) rimetta all'autonomia decisionale dei Consigli di amministrazione, l'eventuale decisione di richiedere l'ammissione delle azioni alla negoziazione; (iv) possa effettuare operazioni di *buy back*;⁵⁹⁹ (v) abbia un capitale minimo iniziale.⁶⁰⁰

In concreto, l'introduzione della SICAF, *già nota e in uso in altri sistemi giuridici*, costituisce un ulteriore importante tassello *in subiecta materia* e, dunque, è necessario che venga inserita anche nel territorio italiano. *Non sussistono, infatti, ragioni legate alla tutela del risparmio tali da precludere l'utilizzo, anche per i prodotti della specie, della forma societaria in aggiunta a quella del patrimonio autonomo e separato. Ciò anche in ragione del fatto che la forma societaria per gli OICR di tipo chiuso è quella utilizzata nella maggior parte dei Paesi europei.*⁶⁰¹

La disciplina della SICAF risulta modellata su quella attuale della SICAV, pur con alcune necessarie differenze. Innanzitutto, entrambe sono autorizzate in Italia e sono iscritte dalla Banca d'Italia in apposito albo; tuttavia, mentre le SICAV possono essere OICVM o FIA, le SICAF solo FIA: si comprende, dunque, la motivazione per cui l'albo delle SICAV presenta due sezioni distinte. Particolarmente significativo è quanto previsto dalla disciplina in merito al capitale delle SICAF: questo non può essere sempre uguale al patrimonio netto, in quanto gli schemi di investimento di natura societaria prevedono di regola una struttura patrimoniale articolata in un capitale di entità ridotta e in una o più riserve di capitale in cui sono contabilizzati i versamenti degli investitori. Va considerato, peraltro, che lo statuto delle SICAF riservate a investitori professionali può prevedere, fermo restando l'obbligo di versamento del capitale iniziale entro 30 giorni dalla data di rilascio dell'autorizzazione (art.

⁵⁹⁸ Si veda il "nuovo" articolo 38 del Testo Unico della Finanza predisposto nello Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55), in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

⁵⁹⁹ Assogestioni nella Task Force AIFMD prevede che si possano effettuare operazioni di "Buy Back", ossia "Per i fondi comuni di investimento immobiliare, sia retail sia riservati, si richiede di riconoscere la possibilità di utilizzare una parte del patrimonio per effettuare operazioni di riacquisto delle proprie quote al verificarsi di determinate situazioni (ad esempio nelle ipotesi in cui il differenziale fra NAV e prezzo di borsa superi una soglia predeterminata). Tale operazione contribuirebbe a favorire il buon funzionamento del mercato secondario e, per tale via, ad evitare eccessive oscillazioni del valore di quotazione non connesse ad una variazione del NAV".

⁶⁰⁰ Cfr. ASSOGEESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. pp. 40-41.

⁶⁰¹ Cfr. ASSOGEESTIONI-CONSOB, Risposta alla consultazione pubblica avviata dalla CONSOB in tema di modifiche al Regolamento Emittenti conseguenti al recepimento della Direttiva 2010/73/UE che modifica le Direttive 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto) e 2004/109/CE (c.d. Direttiva Transparency), in http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/emittenti20110506/assogestioni.pdf, Roma, 13 Giugno 2011, cit., pp. 1-2.

35-bis, comma 4 TUF), la possibilità di effettuare i versamenti successivi relativi alle azioni sottoscritte in più soluzioni, a richiesta della SICAF e in base alle esigenze di investimento. Ancora, alla SICAF è concessa la possibilità di creare categorie di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali diversi ai relativi possessori e azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato entro il limite della metà del capitale sociale e, da ultimo, è prevista per le stesse società l'applicazione delle regole codicistiche che consentono di sottoporre a particolari condizioni il trasferimento delle azioni.⁶⁰²

La direttiva AIFMD, nell'introdurre provvedimenti atti a prevenire rischi evidenziati da alcuni gravi eventi accaduti sul mercato finanziario, ha proceduto ad una rivisitazione dei soggetti abilitati allo svolgimento dell'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio. Infatti, quest'ultimo è attualmente riservato alle SGR, alle SICAV, alle SICAF, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano (nuovo art. 32-quater del TUF).

Naturalmente, non può trascurarsi quanto proposto ancora da Assogestioni *al fine di ampliare l'ambito di operatività delle SGR nazionali. La Task Force auspica che la possibilità di prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini venga riconosciuta non solo ai gestori di fondi alternativi, ma anche ai gestori di fondi armonizzati (ed eventualmente anche a prescindere dalla prestazione del servizio di gestione di portafogli), aggiungendo allora la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari nell'elenco di attività previste dall'articolo 33 del TUF.*⁶⁰³

Alla luce delle considerazioni esposte diviene possibile valutare la disciplina riguardante l'operatività transfrontaliera delle SGR. A riguardo, bisogna fare riferimento all'articolo 41 del TUF, il quale dispone che le SGR potranno operare, stabilendo una succursale o in regime di libera prestazione di servizi, in uno Stato UE e non UE, in conformità al regolamento adottato da Banca d'Italia, sentita la Consob. In particolare il citato regolamento stabilisce le norme di attuazione delle disposizioni dell'UE concernenti le condizioni e le procedure che le SGR rispettano per: a) la prestazione negli Stati dell'UE delle attività per le quali sono autorizzate ai sensi della direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV) e delle relative disposizioni di attuazione, ivi inclusa l'istituzione di OICVM e b) l'operatività in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE, in conformità alle previsioni della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD) e delle relative disposizioni attuative. La Banca d'Italia nel regolamento definisce altresì le condizioni e le procedure in base alle quali le SGR sono autorizzate dalla Banca d'Italia stessa, d'intesa con la Consob, per operare in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE nei casi esclusi dall'ambito di applicazione delle direttive UCITS IV e AIFM. Ai fini dell'operatività delle SGR in uno Stato non UE è necessaria la sussistenza di apposite intese di collaborazione con le competenti autorità dello Stato ospitante. Tali disposizioni si applicano anche alle SICAV e alle SICAF che gestiscono i propri patrimoni (nuovo art. 41, comma 1, 2, 3 e 4 del TUF).⁶⁰⁴

⁶⁰² Cfr. RUSSO, *Nuovi protagonisti del risparmio gestito alla luce delle evoluzioni normative comunitarie e nazionali*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

⁶⁰³ D'APICE, *La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM*, cit., pp. 80-81.

⁶⁰⁴ Si rimanda allo Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55),

Le società di gestione UE possono svolgere le attività per le quali sono autorizzate ai sensi delle disposizioni dell'Unione europea in Italia con succursale o in regime di libera prestazione di servizi. In quest'ultimo caso è necessario che la Banca d'Italia e la Consob siano informate dall'autorità competente dello Stato di origine. Il primo insediamento della succursale è preceduto da una comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato di origine. La succursale inizia l'attività decorsi due mesi dalla comunicazione.

Per quanto concerne le società di gestione UE che intendono gestire un OICVM italiano, esse devono rispettare le disposizioni previste per gli OICR italiani dal TUF e dalla disciplina secondaria. La Banca d'Italia approva il regolamento del fondo o autorizza la SICAV a condizione che: a) il fondo o la SICAV rispetti le norme richiamate a proposito degli OICR italiani; b) la società di gestione UE sia autorizzata a gestire nello Stato di origine un OICVM con caratteristiche analoghe a quello oggetto di approvazione e c) la società di gestione UE abbia stipulato con il depositario un accordo che assicura al depositario la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti. Qualora la Banca d'Italia intenda rifiutare l'approvazione del regolamento del fondo o l'autorizzazione della SICAV, consulta l'autorità competente dello Stato di origine della società di gestione UE.⁶⁰⁵

Dopo aver regolato l'operatività transfrontaliere di SGR e società di gestione UE si analizza quanto disposto per i GEFIA UE. Quest'ultimi, autorizzati nel proprio Stato membro di origine che intendono gestire in libera origine, prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali un FIA stabilito in Italia, lo comunicano alle autorità competenti del proprio Stato membro d'origine che, a sua volta, trasmette tutta la documentazione alla Banca d'Italia. Quest'ultima ne invia tempestivamente una copia alla Consob. I GEFIA UE che intendono gestire un FIA italiano rispettano le disposizioni previste dal TUF e dalla disciplina secondaria nazionale per gli OICR italiani, nonché le seguenti condizioni: è necessario che a) siano autorizzati a gestire nello Stato di origine FIA con caratteristiche analoghe a quelli che intendono istituire e gestire in Italia e che b) abbiano stipulato con il depositario un accordo idoneo ad assicurare a quest'ultimo le disponibilità necessarie per lo svolgimento dei propri compiti. Spetta alla Banca d'Italia, sentita la Consob, definire con regolamento il contenuto dell'accordo tra la società di gestione e il depositario (nuovo art. 41-ter, comma 1, 2, 3 del TUF).

Infine, con riferimento all'operatività transfrontaliere dei GEFIA non UE, è stabilito che la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, li autorizza alla gestione di FIA italiani e FIA UE o alla commercializzazione nel territorio dell'UE dei FIA gestiti, quando l'Italia è lo Stato di riferimento. La Banca d'Italia trasmette tempestivamente alla Consob copia della richiesta di autorizzazione e iscrive i GEFIA non UE in un'apposita sezione dell'albo. Nella fattispecie in cui il GEFIA non UE venga autorizzato in un altro Stato membro e voglia gestire un FIA italiano in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali, esso dovrà

in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

⁶⁰⁵ Si veda l'articolo 41-bis, comma 1, 2, 3 e 4 in *Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55)*,

in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

comunque rispettare la normativa italiana, come previsto per i GEFIA UE, ed in particolare l'articolo 41-ter in quanto compatibile.⁶⁰⁶

Le proposte di riforma normative avanzate riguardano anche la commercializzazione di OICR. Nel caso in cui si tratti di commercializzazione in Italia di quote o azioni di OICVM UE, va ricordato che essa è preceduta da una notifica alla Consob da parte dell'autorità dello Stato di origine dell'OICVM, secondo le procedure previste dalle disposizioni dell'UE e nel rispetto delle relative norme di attuazione adottate con regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia.

La Consob, sentita la Banca d'Italia, con regolamento: a) individua le informazioni da fornire al pubblico nell'ambito della commercializzazione delle quote o delle azioni nel territorio della repubblica nonché le modalità con cui tali informazioni devono essere fornite e b) determina le modalità con cui devono essere resi pubblici il prezzo di emissione o di vendita, il riacquisto o il rimborso delle quote o azioni.⁶⁰⁷

La commercializzazione di FIA consiste nell'offerta anche indiretta, su iniziativa o per conto del gestore, delle quote o azioni del FIA gestito rivolta ad investitori residenti o aventi sede legale nel territorio dell'UE. La commercializzazione in Italia delle quote o delle azioni di FIA italiani riservati, FIA UE e FIA non UE gestiti da una SGR o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia e la commercializzazione in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, nei confronti di investitori professionali, delle quote o azioni di FIA italiani, FIA UE e non UE gestiti da una Sgr o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia, sono precedute da una notifica alla Consob, la quale a sua volta trasmette tempestivamente alla Banca d'Italia tutte le informazioni contenute nella notifica e i documenti ivi allegati (art. 43, comma 1 e 2 del TUF).

La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, se non sussistono motivi ostativi, entro 20 giorni lavorativi dal ricevimento della notifica è tenuta a comunicare alla SGR o al GEFIA non UE che può avviare la commercializzazione in Italia del FIA oggetto di notifica. Nel caso di commercializzazione in Italia di un FIA UE, la comunicazione è effettuata anche nei confronti dell'autorità competente dello Stato d'origine del FIA. Inoltre, la Commissione nazionale per le società e la borsa è chiamata a trasmettere all'autorità competente dello Stato dell'UE diverso dall'Italia in cui la SGR o il GEFIA non UE intende commercializzare il FIA il fascicolo di notifica. Il gestore non può avviare la commercializzazione prima della ricezione di tale comunicazione (art. 43, comma 4 del TUF).

Accanto alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA riservati, rileva anche quella di FIA non riservati: in questo caso, è necessaria una notifica preventiva inoltrata dal gestore alla Consob per ciascun FIA oggetto di commercializzazione. La Commissione comunica al gestore che può iniziare a commercializzare a investitori al dettaglio i FIA indicati nella notifica entro 10 giorni dal ricevimento della medesima quando è verificata la completezza, la coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nella

⁶⁰⁶ Si rimanda all'articolo 41-quater, comma 1 e 2 dello *Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55)*, in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

⁶⁰⁷ In tal senso, si veda l'articolo 42, comma 1 e 2 dello *Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55)*, in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

documentazione allegata alla lettera di notifica. Il gestore non può avviare la commercializzazione, prima della ricezione della comunicazione (art. 44, comma 3 del TUF). I gestori di FIA UE e FIA non UE, che commercializzano nello stato di origine dei FIA medesimi le relative azioni o quote nei confronti di investitori al dettaglio ed intendono commercializzare tali FIA in Italia nei confronti di investitori al dettaglio, presentano istanza di autorizzazione alla Consob. Quest'ultima li autorizza qualora vengano rispettate le seguenti condizioni: è necessario che a) i gestori abbiano completato le procedure previste dall'articolo 43; b) gli schemi di funzionamento e le norme di contenimento e di frazionamento del rischio di tali FIA siano compatibili con quelli previsti per i FIA italiani; c) la disciplina del depositario di FIA sia equivalente a quella applicabile ai FIA italiani non riservati; d) il regolamento o lo statuto del FIA non consenta trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori; e) il modulo organizzativo adottato assicuri in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali degli investitori in conformità alle disposizioni regolamentari dettate dalla Consob, sentita la Banca d'Italia; f) le informazioni da mettere a disposizione degli investitori al dettaglio prima dell'investimento risultino complete, coerenti e comprensibili.⁶⁰⁸

I profili rilevanti proposti da Assogestioni nella *Task Force* potrebbero ritenersi esauriti se viene in considerazione anche la richiesta rivolta alle autorità nazionali di prevedere un regime transitorio per le SGR che gestiscono fondi alternativi prima del 22 luglio 2013 e quella di prestare particolare attenzione alle SGR che decidano di voler “trasformare” i fondi aperti non armonizzati (*retail*) in fondi aperti armonizzati, *tenuto conto che la tipologia dei fondi aperti non armonizzati disciplinata dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012*⁶⁰⁹ *si differenzia da quella dei fondi UCITS, esclusivamente per un ampliamento delle possibilità di investimento ivi previste.*⁶¹⁰

Alla luce di quanto finora detto, risulta chiaro che le trasformazioni e le novità introdotte dalla direttiva AIFMD rappresentino delle importanti opportunità. *Ciononostante, pare possibile affermare che, almeno con riguardo all'industria italiana dei fondi speculativi, molte delle idee fondamentali contenute nella Direttiva non siano molto distanti da quanto già oggi prescritto dalla disciplina nazionale.* In tale prospettiva, rileva anche la circostanza in base alla quale *i costi di adeguamento parrebbero per l'Italia inferiori a quanto necessario in altri Paesi UE nei quali la regolamentazione è, invece, più distante.*⁶¹¹ Ciò è essenzialmente dovuto al fatto che *il sistema normativo e di vigilanza italiano è, per molti versi, più rigoroso di quello che emerge dalla disciplina europea.*⁶¹²

Dunque, si è in presenza di un contesto operativo che si riflette, almeno per la prima fase di attuazione (2013-2015), favorevolmente sull'economia italiana *relativamente alle disposizioni*

⁶⁰⁸ Si veda l'articolo 45, comma 5 dello Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva 2011/61/UE 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 (55),

in <http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055.pdf&leg=XVII>.

⁶⁰⁹ In tal senso, si rimanda al Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 Maggio 2012-Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, in http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/BI_prov_14_04_2005_AGG_08052012.pdf.

⁶¹⁰ Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, c.d. Direttiva AIFM, cit. p. 160.

⁶¹¹ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., p. 1195.

⁶¹² Cfr. ASSOGESTIONI, *Task Force AIFMD: le proposte dell'associazione*, p. 24.

*sulla struttura ed organizzazione dei GEFIA. Tuttavia, non va trascurato di osservare che l'entrata in vigore del passaporto europeo possa accentuare alcune lacune caratterizzanti il nostro ordinamento finanziario: non si può escludere, infatti, che nel settore degli investimenti alternativi avvenga quello che in passato avvenne nel settore degli OICVM e, cioè, che il nostro Paese divenga un forte importatore di FIA UE, piuttosto che un esportatore. È pur vero che la situazione dei fondi alternativi oggi in Italia è migliorata notevolmente rispetto al passato, a partire dalla disciplina fiscale. Tuttavia, non può negarsi che in altri Stati membri il settore degli investimenti alternativi sia più sviluppato e che, quindi, tali Paesi possano trarre un maggiore beneficio dall'abolizione delle barriere normative alla commercializzazione dei FIA UE all'interno del mercato unico.*⁶¹³

Volendo ricercare gli effetti che la direttiva AIMFD ha sul nostro ordinamento finanziario, va notato che essa *cambia radicalmente* sia lo scenario operativo che quello competitivo. *Obblighi prudenziali e di condotta analoghi ai fondi comuni, limiti alla remunerazione, funzioni separate e indipendenti di risk management e compliance, diversa composizione e modo di funzionamento del Board e fine del gestore-padrone o del gestore-clone* sono oramai gli elementi caratterizzanti lo scenario operativo. Nella logica di mercato e competitiva, invece, l'attuazione della AIFMD trasformerà gli spazi tradizionalmente dedicati alla gestione del risparmio alternativo in quanto comporterà la graduale scomparsa di piccoli operatori e, conseguentemente, l'affermazione dei grandi operatori finanziari *che potranno usare il passaporto*.⁶¹⁴ una grande sfida si prospetta quindi per i gestori dei fondi.

⁶¹³ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, cit., p. 1195.

⁶¹⁴ Cfr. ONADO, *La Direttiva 2011/61/UE e il Regolamento UE n. 231/2013*, Intervento al Convegno "L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva", Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

Riflessioni e prospettive evolutive

I provvedimenti legislativi degli ultimi anni evidenziano la preoccupazione prevalente del legislatore di assicurare un complesso dispositivo volto a rafforzare le forme di finanziamento alternative al credito bancario per le piccole e le medie imprese.⁶¹⁵ Nonostante l'impegno intrapreso in tale direzione, tali misure non risultano ancora sufficienti per il riconoscimento della possibilità, concessa ad un organismo di investimento collettivo del risparmio, di erogare direttamente prestiti alle imprese, secondo la predisposizione del modello che si sta elaborando in sede europea.

Non va tralasciato, infatti, che in Italia *i fondi comuni d'investimento possono finanziare l'impresa solo attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di minibond*. In tale contesto normativo, nella fattispecie dei fondi aperti non armonizzati *l'investimento in strumenti finanziari non quotati deve essere contenuto entro il limite del 10% delle attività*, a meno che il fondo in esame non sia costituito in forma chiusa. Nel contempo, il fondo, *per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali introdotte dal Decreto Destinazione Italia, deve essere riservato ad investitori professionali*.

Con il recepimento della direttiva AIFM si addiviene all'affermazione di regole che attuano una svolta rispetto alla suddetta situazione se connesse ad adeguate azioni poste in essere dal regolatore nazionale e volte a riconoscere *la possibilità per i FIA di erogare prestiti alle imprese*, in linea con quanto disposto a livello comunitario ed a innalzare *il limite del 10% per l'investimento del patrimonio di un FIA aperto in strumenti finanziari non quotati*. Ed ancora. Esse devono essere destinate ad ampliare *l'oggetto di investimento del patrimonio di un FIA aperto, includendovi almeno i cc.dd. "bank loans" e, più in generale, i crediti e i titoli rappresentativi di crediti* e, da ultimo, consentire *l'investimento del patrimonio di un FIA aperto in quote o azioni di altri FIA fino al 100% delle attività del fondo*.⁶¹⁶

La previsione di un ampliamento dell'ambito applicativo dei fondi e, in generale, lo sviluppo degli investitori istituzionali con un'ottica di lungo periodo testimoniano un vivo interesse nel contesto normativo nazionale nell'evidenziare la loro essenzialità per la crescita dell'economia reale, consentendo una più efficace canalizzazione del risparmio delle famiglie verso le piccole e medie imprese.

Particolare significato, nel quadro dell'importanza sistemica dell'industria dell'*asset management* nel processo di finanziamento alla crescita, è ascrivibile all'opinione espressa più volte dal presidente della Consob, Giuseppe Vegas, durante l'incontro annuale con i mercati finanziari. Non v'è dubbio che, nel contesto nazionale, una svolta sistematica

⁶¹⁵ Per quanto riguarda i provvedimenti più significativi, si veda il *Decreto Sviluppo del 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134* e il *Decreto Sviluppo bis del 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221* volte a rimuovere alcuni disincentivi civilistici e fiscali all'emissione di obbligazioni e cambiali finanziarie da parte di imprese non quotate; ancora, si rimanda al *Decreto Destinazione Italia del 23 dicembre 2013 n. 145, convertito con modificazioni, dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9* che consente, tra le altre cose, la cartolarizzazione dei cc.dd. "minibond", favorendone l'acquisto da parte di investitori istituzionali come imprese di assicurazione e fondi pensione, anche con la garanzia del Fondo centrale per le PMI.

⁶¹⁶ Cfr. D'APICE, *Le misure regolamentari per spingere i fondi verso le imprese*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,10247,49,html/le-misure-regolamentari-per-spingere-i-fondi-verso-le-imprese>, 19 Maggio 2014.

necessaria sia quella di *promuovere lo sviluppo di canali di intermediazione finanziaria alternativi a quello bancario*: in Italia, infatti, come in altri paesi avanzati, il mercato dei capitali è destinato ad assumere un carattere policentrico. Mentre il mercato azionario e quello obbligazionario dovrebbero rivestire un peso ben più rilevante, si vanno sviluppando altre forme innovative di intermediazione non bancaria, finalizzate a stabilire più stretti legami fra risparmio e imprese. È appena il caso di fare riferimento, in tale prospettiva, alla raccolta di capitale di rischio su portali online (*crowdfunding*), ai prestiti diretti fra soggetti privati (*peer-to-peer lending*), ai fondi di investimento che erogano crediti alle imprese (*credit funds*) e all'emissione di obbligazioni da parte di piccole e medie imprese non quotate (*mini bond*).⁶¹⁷

In armonia con il pensiero del Presidente della Consob, Giordano Lombardo, Presidente di Assogestioni, sostiene che l'attuale configurazione dell'industry del risparmio gestito necessita di una rivisitazione per quanto riguarda la tassazione sui proventi del risparmio. Infatti, il regime fiscale in vigore disincentiva *gli investimenti di lungo periodo e non considera il risparmio come una risorsa da investire nel Paese*. Inoltre, dal prossimo mese di luglio si registrerà un ulteriore aumento delle *disparità di trattamento tra titoli di Stato e altre forme di investimento*. Gli operatori del settore in esame, pertanto, auspicano *che il governo introduca finalmente una tassazione incentivante per gli investimenti di lungo termine trasparenti e diversificati e che prenda delle misure a sostegno dei comportamenti virtuosi dei risparmiatori*. Il Presidente di Assogestioni, nella direzione di incentivare la canalizzazione del risparmio verso l'economia reale, ritiene che un bel passo in avanti possa essere rappresentato da una graduale *rimodulazione del prelievo fiscale che porti ad un dimezzamento della tassazione al 26% dopo 5 anni e ad un azzeramento dopo 10 anni di investimento*.⁶¹⁸

A partire dalla considerazione che il risparmio delle famiglie italiane e la sua allocazione rappresentano *uno dei pochi punti di forza del nostro sistema economico e sociale*, si comprende allora la necessità di una disciplina fiscale volta ad escludere *continui aggiustamenti e modifiche del regime di imposta sul risparmio medesimo*, in quanto esse generano *incertezza e sfiducia*.⁶¹⁹

In tale contesto logico occorre fare riferimento all'importante ruolo che espletano i fondi pensione nel processo di sviluppo del nostro Paese, trattandosi di investitori istituzionali *che, per le loro caratteristiche intrinseche, risultano particolarmente adatti a investimenti di lungo periodo, essenziali per ristabilire condizioni di crescita sostenibile*. Dunque, nel valutare la portata dell'affermazione sopra trattata, bisogna porre maggiormente l'accento sulla necessità di ampliarne la dimensione e la diffusione *non solo dal punto di vista sociale, in virtù dell'importante ruolo che essi svolgono in termini di adeguatezza e sostenibilità del sistema*

⁶¹⁷ Cfr. VEGAS, *Anche la Consob dice sì agli incentivi fiscali e al credito alle imprese*, in <http://www.salonedelrisparmio.com/-/ANCHE-LA-CONSOB-DICE-SI-AGLI-INCENTIVI-FISCALI-E-AL-CREDITO-ALLE-IMPRESE>, 12 Maggio 2014.

⁶¹⁸ Cfr. LOMBARDO, *Primo trimestre da record. E adesso miglioriamo il regime fiscale*, in <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,10268,49,html/lombardo-assogestioni-quot-primo-trimestre-da-record-e-adesso-miglioriamo-il-regime-fiscale-quot->, 21 Maggio 2014.

⁶¹⁹ Cfr. GALLI, *Industria e governo insieme per favorire l'investimento di lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014, cit., p. 4.

*pensionistico, ma anche dal punto di vista della crescita economica, in virtù delle ingenti risorse finanziarie che potrebbero convogliare verso il finanziamento di attività produttive.*⁶²⁰

Alla luce di quanto premesso, si comprende che *il problema di fondo rimane la crescita economica*, che ha come presupposto la predisposizione di un sistema finanziario efficiente, ben funzionante e coerente con la sua *funzione propria*, ossia quella di *indirizzare il risparmio verso le attività produttive*. Le determinazioni assunte per tal via risentono, tuttavia, della scarsa fiducia che gli investitori oramai ripongono nei confronti dei mercati e, *lato sensu*, della finanza: tale limite rende difficile, sul piano delle concretezze, il raggiungimento, di *un equilibrio economico stabile e duraturo*. *La finanza deve porsi al servizio della crescita e deve favorire lo sviluppo di canali di intermediazione finanziaria alternativi a quello bancario*, concentrandosi specificatamente sul mercato mobiliare. In tale prospettiva, si colloca la normativa comunitaria, tra cui la Direttiva AIFMD, che si è focalizzata sull'implementazione del *venture capital*, dell'imprenditoria sociale e degli investimenti a lungo termine.⁶²¹

Si delinea, quindi, un realtà nella quale l'insorgere di nuovi e più sofisticati bisogni della clientela, gli effetti della crisi economica, che ha notevolmente ridotto i flussi di risparmio senza però incidere sull'*interesse per i prodotti di risparmio gestito* e la predisposizione di *un assetto regolamentare dei mercati e dei servizi finanziari che è ormai quasi interamente determinato a livello europeo* hanno richiesto nuove funzioni e competenze agli operatori. Ciò implica che i medesimi si impegnino nella prospettiva di innovare e ridefinire il proprio ruolo, *che deve necessariamente passare dal riaffermare il valore della gestione professionale del risparmio come strumento per ridare spunto e vigore alla crescita del Paese.*⁶²²

È appena il caso di sottolineare che nel primo trimestre del 2014 l'industria del gestito ha registrato *oltre 29 miliardi di euro di raccolta netta e 1.391 miliardi di patrimonio*, segnando un nuovo importante record: *un traguardo che deve diventare stimolo per il settore che ha di fronte a sé delle sfide storiche che non può e non deve mancare, al fine di disegnare un'industria che serva agli investitori non per una stagione ma per tutta la vita.*⁶²³ E tenendo sempre ben a mente che *il dovere primario di ciascun decisore pubblico è offrire a tutti la concreta possibilità di conquistare un futuro migliore.*⁶²⁴

⁶²⁰ Cfr. CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, cit.

⁶²¹ Cfr. VEGAS, *Discorso del Presidente della Consob, Incontro annuale con il mercato finanziario*, in *Relazione per l'anno 2013*, Milano, 5 Maggio 2014, cit., p. 10 e pp. 22-23.

⁶²² Cfr. ROTA, *L'anno record dell'industria*, cit., p. 13.

⁶²³ Cfr. LOMBARDO, *Primo trimestre da record. E adesso miglioriamo il regime fiscale*, cit.

⁶²⁴ Cfr. VEGAS, *Discorso del Presidente della Consob*, cit., p. 25.

Bibliografia

AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2011, n. 68.

ALBARELLI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

ALFIERI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ALESSANDRUCCI, *Assistenza sanitaria integrativa: CoLAP e Assidai siglano una convenzione per il 2014*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 Febbraio 2014, Roma.

AMOROSINO, *La funzione amministrativa di vigilanza sulle banche del nuovo T.U. delle leggi in materia creditizia*, in *Le banche. Regole e mercati. Dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, a cura di Amorosino, Giuffrè, Milano, 1995.

AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

ANGELICI, *Azioni*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994.

ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2^a ed., I, 2010.

ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, f. 2, v. 45, 2000.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, 3^a ed..

ANSELMINI, *Le società di investimento a capitale variabile. La "funzione" del capitale e la posizione del socio*, in AA. VV., *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di Rispoli Farina, Jovene, Napoli, 1998.

ANTONELLI, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000.

ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di De Poli, Cedam, Padova, 2009.

ANZALDI, *Il recepimento delle linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2013.

ARCELLI, *Fondi di investimento e risparmio gestito*, in *Economia italiana*, f. 1, 2000.

ARCUCCI, *La crisi italiana del risparmio gestito: analisi e linee di intervento*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2008.

ARMELLINI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013.

ASSOGESTIONI, *AIFMD, una Task Force per valutare gli effetti e Eltifs, nascono i fondi europei a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 1, Ottobre 2013.

ASSOGESTIONI, *Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV e La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010.

ASSOGESTIONI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ASSOGESTIONI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID II*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.

ASSOGESTIONI, *La storia del risparmio*, in *Percorsi*, vol. 1, 2013.

ASSOGESTIONI, *Previdenza e fondi pensione aperti - L'assetto regolamentare*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006.

ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interesse*, 29 giugno 2010.

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.

ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, c.d. Direttiva AIFM*, Documento conclusivo.

ASSOGESTIONI, *Testo unico delle Disposizioni in materia di Mercati Finanziari. Un commento preliminare alla disciplina degli intermediari e dei mercati*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 21, Roma, 1998.

ASTOLFI e TREZZI, *Promotori, Sgr e MIFID II: l'Italia è pronta!*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

ATZWANGER, *Alcune riflessioni sulla "funzione economica" dei fondi pensione e gli investimenti c.d. "locali"*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 1, 2010.

BECHI, *L'impatto della Direttiva AIFM sulle società di private equity*, Intervento al Convegno "L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva", Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

BELLI-BERLINGUER-CIRILLO, *Le società di investimento a capitale variabile, commento agli artt. 43-50 del Dlgs 58/1998, Il testo Unico della Finanza*, a cura di Belli, Mazzini e Tedeschi, Il Sole 24 Ore libri, Milano, 1998.

BENCINI e TABELLINI, *L'alternativa dei mini bond*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Marzo 2014.

BEFFY, *Tutte le sfide del 2014*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

BELLUCCI, *Costruire e sviluppare Forme di Welfare Integrativo*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day "Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro"*, 4 Giugno 2013, Roma.

BELTRATTI, *Conoscere, capire, sperimentare*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

BERIONNE, *Vigilanza informativa*, in AA. VV., *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed, 2001.

BESSONE, *Fondi pensione aperti. Le imprese autorizzate all'attività, il responsabile del fondo, la banca depositaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2001.

BESSONE, *Fondi pensione chiusi, fondi pensione aperti, regole e sistema delle forme organizzative*, in *Giustizia Civile*, II, 2002.

BIANCO e MARIANI, *Fondi pensione, investimenti di lungo periodo, classi di attività illiquide e infrastrutture*, in *Management delle utilities e delle infrastrutture*, v. 11, f. 3, 2013.

BNP Paribas REIM SGR p.A., *Processi di investimento e governance*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop "L'investimento immobiliare: un'opportunità per gli investitori previdenziali" del 10 Dicembre 2013, Roma.

BOERI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

BOLOGNESI, *I limiti del risparmio gestito in Italia dalla prospettiva dei gestori*, in *Bancaria*, v. 65, f. 12, 2009.

BONN STEICHEN & PARTNERS, *I punti di forza del Lussemburgo*, in *I veicoli d'investimento in Lussemburgo*, Marzo 2014.

BOSCIA e DI CAGNO, *Delocalizzazione produttiva nel risparmio gestito e competitività del Sistema-Italia*, in *Mondo bancario*, , f. 2, 2002.

BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2^a ed., 2010.

BRIGHI, LANDI e LUSIGNANI, *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, in *Quaderni di Ricerche n. 49: "Verso un sistema bancario e finanziario europeo?"*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari, Luigi Einaudi, 2003.

BUFI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013.

CAMMARANO, *Delocalizzazione dell'industria del risparmio gestito, fiscalità e regolamentazione*, in *Discorso del Presidente durante l'Assemblea annuale Assogestioni: "L'Italia può rinunciare al risparmio gestito? Perché la politica non deve trascurare la finanza"*, 16 Marzo 2006.

CANDIAN, *Il fondo pensione aperto*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998.

CAPOLINO, *Le autorità*, in AA. VV., *Diritto delle Banche e degli Intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Cedam, Padova, 2008.

CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 1996, fasc. 1.

CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2006, I.

CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, Bari, 2004.

CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Cedam, Padova, 2009.

CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Giuffrè, Milano, 1978.

CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 25, 1991.

CAPUANO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Intervento all'Audizione presso la Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza ed assistenza sociale - "Indagine conoscitiva sulle funzionalità del sistema previdenziale

pubblico e privato, alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare", Roma, 16 Aprile 2014.

CARACINO e MARGARIA, *La Responsabilità della banca depositaria alla luce della proposta di direttiva UCITS V - 2012/0168*, in *Diritto Bancario*, Novembre 2012.

CARNIOL, *Fondi sanitari: modelli gestionali e normativi per un welfare integrato. Welfare complementare e Assistenza sanitaria integrativa: problematiche, prospettive e operatività*, 26 Ottobre 2013.

CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 1995.

CENGIA, *Introduzione alla AIFMD e al Regolamento EuVECA: ipotesi attuative, spunti e riflessioni*, Intervento al Seminario "L'attuazione della Direttiva AIFM tra criticità e opportunità per il private equity", Milano, 13 Novembre 2013.

CHIONSINI e TRIFILIDIS, *Educazione finanziaria: l'utilità di una strategia unitaria*, in *Banche e Banchieri*, n. 5, 2010.

CIARAVOLO, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.

CINQUE, *Commento sub art. 34*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

CIOCCA, *Le prestazioni*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010.

CLEMENTE, *Le società di gestione del risparmio (S.G.R.) alla luce del nuovo Testo Unico: il gestore unico nei gruppi bancari, assicurativi e finanziari*, in *Atti del Convegno Paradigma*, Febbraio 1998.

COLANTUONI, *Commento sub art. 42*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

COLICELLI, *Sanità pubblica, Sanità privata ed Assistenza Sanitaria integrativa*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day* su "Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro", 4 Giugno 2013, Roma.

COLOMBO, *In Europa il multimanager si allarga al retail e Risparmio gestito: nelle banche si fa largo il multimanager*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 4, 2007.

COLOMBO, *Risparmio gestito: la crescita del risparmio in Europa*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 7/8, 2007.

COMANA, *Perché c'è bisogno di risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, 1993, f. 4.

CONFINDUSTRIA, *Minibond, Confindustria: "Potenziare fondo di garanzia per le Pmi"*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 Marzo 2014.

CONSOB, *Memorandum d'Intesa, Tavolo di lavoro congiunto Consob- Assogestioni e altre associazioni del mercato finanziario*, Milano, 25 Marzo 2013.

CONSOB, *Progetto "Carta degli Investitori", Tavolo di lavoro congiunto Consob- Associazioni dei Consumatori*, 30 gennaio 2014.

CONSOB, *L'evoluzione del quadro di riferimento*, in *Relazione per l'anno 2012*, Roma, 31 Marzo 2013.

COSTI, *I fondi pensione nella prospettiva dei mercati finanziari e della finanza di impresa*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, in AA. VV., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Buonocore, Giappichelli, Torino, 1997.

COSTI, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 2007.

COSTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, n. 10, 1996.

COSTI, *La seconda direttiva di coordinamento: i principi*, in AA. VV., *Le direttive della CEE in materia bancaria*, a cura di Cesarini e Scotti Camuzzi, Milano, 1991.

COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *Perché la previdenza complementare*, in *Guida introduttiva alla previdenza complementare*, Luglio 2013.

COURTOIS, *La Direttiva AIFMD in Lussemburgo un anno dopo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

CURZIO, *Per ripartire investimenti e velocità nelle riforme*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 Aprile 2014.

D'AGOSTINO, *Consob scende in campo a tutela degli investitori*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

D'AMBROSIO, *La gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 2004.

D'APICE, *Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

D'APICE, *La direttiva AIFMD: a che punto siamo*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2011.

D'APICE, *La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM e Le iniziative della Commissione europea sui fondi d'investimento a lungo-termine*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012.

D'APICE, *Revisione della Mifid: quale servizio potrà essere definito "indipendente" per legge?*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, 20 Dicembre 2011.

D'APICE e PETRONZIO, *Il side pocket e altre misure anti-crisi per i fondi speculativi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2009.

D'ARCA, *Adesso via libera ai PIR*, in *Advisor*, Luglio 2013.

DARGNAT, *EFAMA spinge sugli investimenti a lungo termine*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banc. e merc. Fin.*, 2008, I.

DE VIDO, *Fondi comuni di investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

DEL PRATO, *Inquadramento privatistico dei fondi pensione*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010.

DEL VECCHIO e RIVA, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e socio-sanitaria in Italia: evoluzioni e prospettive*, in *L'assistenza primaria in Italia dalle condotte mediche al lavoro di squadra, Proposta del GISAP (Gruppo Indipendente per lo studio dell'assistenza primaria)*, a cura di Guzzanti, Edizioni Iniziative Sanitarie, Roma, 2009.

DELLA CROCE, *Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure*, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n. 29, OECD Publishing, Novembre 2012.

DESIDERIO, *I fondi pensione. Profili giuspubblicistici*, in *I fondi pensione. Problemi e prospettive*, a cura di Manghetti, Giuffrè, Milano, 1997.

DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2012*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2012.

DI GIORGIO, *Il risparmio gestito: le tendenze internazionali e le evoluzioni nel settore domestico*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2003.

DI PATRIZI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

DI TANNO, *La titolarizzazione del TFR per alimentare i fondi pensione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. 26, f. 4, p. 1, 1999.

DI VICO, *Il Welfare dei privati che sostituisce lo Stato*, in *Corriere della Sera*, 15 Giugno 2010.

DIRINDIN, *Il Libro bianco sul nuovo welfare*, in *Politiche sanitarie*, v. 10, 2009.

DOSSIER-Risparmio gestito: i punti critici per la distribuzione, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 20, f. 4, 2008.

DRAGHI, *Audizione avanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati in data 10 dicembre 1997*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1997.

EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, 1965.

ENRIQUES-VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in AA.VV., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Il Mulino, Bologna, 1998.

FERRARI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID 2*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.

FERRARIS DI CELLE e SZEGO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.

FERRERA, *Secondo Welfare: perché? Una introduzione*, in *Primo rapporto sul Secondo Welfare in Italia*, a cura di Maino e Ferrera, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, Novembre 2013.

FINOCCHIARO, *Previdenza e trasparenza*, Intervento al Convegno su *Mercati finanziari, risparmio e trasparenza*, 19 Ottobre 2012, Bologna.

FIRPO e LANDI, *Minibond: novità per stimolare la crescita delle Pmi*, Intervento al Convegno realizzato da Confindustria Modena, in collaborazione con Unindustria Bologna e Unindustria Reggio Emilia, 29 Gennaio 2014.

FONDACO-Società di gestione del risparmio S.p.A., *Investimenti in infrastrutture italiane. Un supporto al sistema Paese attraverso l'impiego strategico di risorse degli investitori previdenziali*, Intervento al Seminario tecnico organizzato da Mefop "Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali" del 30 Ottobre 2013, Roma.

FONDAZIONE CENSIS, *I Fondi Sanitari Integrativi: il punto di vista degli italiani e Le potenzialità della sanità integrativa e i vincoli al suo decollo*, in *Il ruolo della sanità integrativa nel servizio sanitario nazionale-Sintesi dei principali risultati*, 4 Giugno 2013, Roma.

GAGGERO, *Commento sub. art. 17 d. lgs. n. 415/1996*, in AA. VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 1997.

GANDOLFI, *Legge bancaria e Costituzione. Premesse ad un corso di diritto privato bancario*, in *Giurisprudenza Italiana*, IV, 1975.

GELMETTI, *Ambiti di intervento dei fondi sanitari integrativi*, in *Enti non profit*, v. 10, f. 8/9, 2008.

GENTILI, *Le Sicav eterogestite di diritto italiano: una nuova opportunità?*, in *Bancaria*, v. 62, f. 4, 2006.

GENTILI-MASTRANGELO, *Il mercato Lussemburghese delle Sicav: tendenze e prospettive*, in *Bancaria*, v. 63, f. 1, 2007.

GHIELMI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Rivista online di Diritto Bancario*, Aprile 2012.

GIANGRANDE, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

GIORDANO, *Quali prospettive per il risparmio gestito dopo la crisi?*, in *L'industria del risparmio in Italia dopo la crisi*, Bancaria, Roma, 2010.

GIRINO, *Fondi comuni e SICAV. Quali differenze?*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11, 1995.

GIULIANI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

GIURO, *Fondi pensione e gestioni alternative*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 25, f. 6, 2008.

GIURO, *Fondi pensione negoziali: rapporto annuale*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 4, 2012.

GIURO, *Governance dei fondi pensione*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 27, f. 43, 2010.

GIURO, *I molteplici ruoli dei fondi pensione*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 26, f. 40, 2009.

GRECO, *Greco sull'industria del risparmio*, in *Il Sole 24 Ore-Video Finanza e Mercati*.

GUARINO e TONIOLO, *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Laterza, Bari.

GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le Società*, n. 10, 2011.

GUSTANI, *Finanziare le infrastrutture: l'evolversi dei ruoli di banche e fondi pensione/assicurativi*, in *Management delle utilities: la rivista di economia e gestione dei servizi pubblici*, v. 11, f. 2, 2013.

HEHN, *Exchange Traded Funds. Structure, Regulation and Application of a New Fund Class*, Springer, Berlin-Heidelberg, 2005.

IMMACOLATO e MORETTI, *L'introduzione dell'aliquota unica e La riforma della tassazione dei fondi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2011.

IMMACOLATO, VOZZI e STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito?*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Bari, 1998.

KAHNEMAN e TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979, 47.

KPMG Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, in *kpmg.com/it*, 2012.

LA VECCHIA, *Commento all'art. 43: la SICAV multicomparto e il D.Lgs. 84/92*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

LABATE e TARDIOLA, *La sanità integrativa in Italia*, in *La Sanità in Italia. Organizzazione, governo, regolazione, mercato*, a cura di De Vincenti, Finocchi Gheri e Tardiola, Il Mulino, Bologna, 2011.

LAPOLLA, *Il Risparmio Gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

LEMMA, *Autonomia dei fondi di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011.

LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Cacucci, Bari, 2006.

LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Rivista delle Società*, 1989, II.

LENER, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro italiano*, 1989, IV.

LENER, *Il conflitto di interesse nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Giuffrè - Quaderni di Giurisprudenza commerciale, n. 304, Milano, 2007.

LENER, *Nascono le SICAV*, in *Le Società*, v. 11, f. 4, 1992.

LENER, *Premessa*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994.

LENER-GALANTE, *D.LGS. 58/98. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Le Società*, n. 5, 1998.

LODI, *Fondi sanitari complementari e lavoro a progetto*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 30, f. 9, 2013.

LODDI, BIANCHI e MIELE, *Gli Exchange Traded Funds in Italia*, in *Bancaria*, v. 67, f. 1, 2011.

LOMBARDO, *Economie mondiali: cambiare per crescere*, in *Investire in Fondi*, anno 12, Febbraio 2014.

LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

LOMBARDO, *Le sfide per gestori e banche: "Mettere il risparmiatore al centro"*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

LOSER, *Il risparmio si costruisce con la previdenza*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, Anno 2, Num. 3, Marzo 2014.

LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011.

MAFFEI e SPIRITI, *La revisione della direttiva IORP e la creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pensionistici individuali*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006.

MAFFEI e SPIRITI, *Lo Schema esemplificativo per la redazione del documento sulla politica di investimento*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012.

MAGNONI, *Commento all'art. 24*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.

MAIJOOR, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

MANCA, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, Intervento al Convegno organizzato da Assogestioni a Milano il 13 Febbraio 1992, in *Rivista delle Società*, f. 5, 1992.

MARCHETTI, *La fiscalità della previdenza complementare: stato dell'arte e possibili scenari futuri*, Intervento al Seminario "La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative", Roma, 9 Aprile 2014.

MARE', *La tassazione dei fondi pensione: ragioni e modalità*, Intervento al Seminario "La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative", Roma, 9 Aprile 2014.

MARZOVILLO, *Commento all'art. 49*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MASCIANDARO, *Più coraggio contro la finanza tossica*, in *Il Sole 24 Ore- Finanza e mercati*, 16 Marzo 2013.

MASTROBUONO, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e sociosanitaria: programma di interventi per lo sviluppo*, Intervento al corso di “*Management dei Fondi Sanitari Integrativi*” presso la Luiss Business School, Roma, 2011.

MASTROBUONO, *Il sistema sanitario nazionale e i fondi sanitari e sociosanitari integrativi: ipotesi e prospettive di riforma*, Intervento alla 3^a ed. del Welfare Day “*Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro*”, 4 Giugno 2013, Roma.

MASTROBUONO e GUZZANTI, *Il finanziamento delle attività e delle prestazioni sanitarie. Il ruolo delle forme integrative di assistenza*, Il Pensiero Scientifico Editore, Roma, 1999.

MASTROMATTEO, *Fondi Integrativi di assistenza sanitaria*, in *Contabilità finanza e controllo*, v. 33, f. 1, 2010.

MEIANI, RIZZI, SABATINI, *The new Alternative Investment Fund Managers Directive*, in *Bancaria*, v. 70, f. 1, 2014.

MENCHINI, *Comunicazione*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010.

MENCHINI e DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2013.

MERUSI, *Commento sub art. 47 Cost.*, in AA.VV., *Codice Commentato della banca*, Giuffrè, Milano, 1990.

MESSORI, *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*, in *Assogestioni Working Paper*, Luglio 2008, n. 4.

MEZZACAPO, *Commento sub art. 43*, in AA.VV., *Codice commentato della banca. Disciplina generale*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990.

MICOCCI, CONCAS e MAGNONI, *Fisco e Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 151, 2011.

MICOCCI, CONCAS e MAGNONI, *Prestazioni, rendimenti e fiscalità nei Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 152, 2011.

MICOCCI e LIKA, *Criteri e limiti agli investimenti dei Fondi pensione*, in *Dirigenza Bancaria*, n. 158, 2012.

MILETTI, *Commento all'art. 45*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MILETTI, *Le azioni della SICAV: caratteristiche*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MOIRAGHI, *Conclusione dei lavori*, Intervento al Seminario “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014.

MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2007.

MONACI, *Le società di gestione del risparmio (Sgr)*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000.

MORASSUT, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale “L. Bocconi”, Milano, 27 Marzo 2014.

NOERA, *Dieci anni: un grande traguardo. La definizione normativa disegna una figura diversa dalle attuali*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, anno IV.

OLIVER WYMAN & OECD, *Pension funds Investment in infrastructure: a survey*, 2011.

OLIVIERI, *Amministrazione, finanza e controllo di gestione dei fondi di assistenza sanitaria integrativa*, Intervento al corso di “*Management dei Fondi Sanitari Integrativi*” presso la Luiss Business School, Roma, 16 Aprile 2011.

ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, Bancaria, Roma, 2004.

ONADO, *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione: n. 21*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 1997.

ONADO, *La Direttiva 2011/61/UE e il Regolamento UE n. 231/2013*, Intervento al Convegno “*L’attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva*”, Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

ONADO, *Le banche e la gestione dl risparmio*, in *Banche e banchieri*, 2004, v. 31, f. 1.

OPPO, *Commento sub art. 41 cost.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990.

ORTOLANI, *La comunicazione nella previdenza complementare: profili di analisi*, in *La centralità della comunicazione nella previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 2, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna.

PACE, *La previdenza complementare in Italia alla luce della nuova normativa*, in *Le prospettive di sviluppo nei fondi pensione in Italia*, a cura di Gabrielli e Lanzoni, Egea, Milano, 1994.

PACI, *Imprese di Assicurazione e fondi sanitari integrativi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 2, 2011.

PAGNI, *I minibond: sostegno alle PMI e opportunità di investimento*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop “*Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali*” del 30 Ottobre 2013, Roma.

PALLINI, *Commento all'artt. 43, 44 e 48*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

PALLINI, *Le società di investimento a capitale variabile: il capitale e le azioni*, in AA. VV., *Il DIRITTO del mercato mobiliare: soggetti, attività, strumenti, controlli*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1997.

PAMMOLLI e SALERNO, *L'integrazione pubblico-privato nel finanziamento della sanità e dell'assistenza alla persona: una ricostruzione del quadro normativo per gli strumenti di copertura privati e alcuni suggerimenti per la sua definizione a regime*, in *Quaderno Cerm*, n. 3, 2010.

PANE, *La direttiva AIFM e l'impatto sul private equity in Italia*, in *Diritto* 24, 30 Novembre 2011.

PANERI, *I fondi sanitari integrativi*, in *Manuale di diritto sanitario*, a cura di Balduzzi e Carpani, Il Mulino, 2013.

PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, in *Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta*, Milano, 27 Gennaio 2014.

PAPINI, *Guardare al lungo periodo con il multi-asset*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, Cedam, Padova, 2010.

PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la SICAV*, in *Banche e banchieri*, v. 20, f. 5, 1993.

PATRONI GRIFFI, *Riflessioni sulla seconda direttiva comunitaria*, in *Banche impresa società*, f. 3, 1991.

PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, II, 2^a ed..

PELLEGRINI, *Le regole di condotta dagli intermediari finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, II, 2^a ed..

PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, Giuffrè, Milano, 2013

PELLEGRINO, *La politica sanitaria in Italia: dalla riforma legislativa alla riforma costituzionale*, Working Paper n. 62, Dicembre 2005.

PERFETTI, *Commento sub. art. 107*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2012.

PESSI, *Intervento alla Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

PETERLINI, *Le nuove pensioni: esperienze e strategie per uscire dalla crisi previdenziale*, Franco Angeli, Milano, 2003.

PICKERING, *Semplificare per migliorare le pensioni*, in *La Previdenza Privata nella stagione delle incertezze: le proposte di riforma nel Regno Unito*, Quaderni tematici della Covip, n. 3.

PLACANICA, *Il regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di risparmio gestito. Principali novità*, in *Mondo bancario*, Nov-Dic 2005, f. 6.

PICCONE, *L'impatto dell'euro sulle tecniche di investimento del risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, vol. 25, f. 3, 1998.

PONTOLILLO, *Globalizzazione, finanza ed etica*, Lezione tenuta all'Almo Collegio Borromeo, Università degli Studi di Pavia, 13 Novembre 2003.

PORZIO, *Autonomia ed eteronomia nella gestione dell'impresa bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1990.

PROCOPIO, *Trattamento tributario dei contributi versati ai fondi sanitari*, in *Diritto e pratica tributaria*, v. 83, f. 2, p. 1, 2012.

QUIRICI, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano, 2010.

RABITTI BEDOGNI, *Commento sub artt. 33 e 34*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.

RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010.

RECINE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita e Napoleoni, Giuffrè, Milano, 1998.

RENZULLI e TUCCI, *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener, Utet Giuridica, 2011.

RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Intervento al Convegno "La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID. Un confronto tra economisti e giuristi", tenutosi nella Università degli studi di Verona il 23 giugno 2008.

ROCCO, *Fondi pensione preesistenti: processo di adeguamento*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 15, 2012.

ROCCO, *Investimenti dei fondi pensione e conflitti d'interesse*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 31, 2012.

RONCHETTI, *Nel 2014 liquidità "privata" per le PMI*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 Gennaio 2014.

ROSATI, *Audizione del Funzionario generale della Consob nel corso dell'Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2005.

ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratti di intermediazione finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2011.

ROSSI, *Il gioco delle regole*, Adelphi, Milano, 2006.

ROSSI, *Le società di investimento a capitale variabile: nuove opportunità nel settore del risparmio gestito*, in *Rivista Milanese dell'Economia*, f. 42, 1992.

ROTA, *L'anno record dell'industria*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ROTA, *L'incentivazione del risparmio a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 0, Settembre 2012.

ROTA, *La propensione al risparmio delle famiglie italiane*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013.

ROTA, *Il mercato del risparmio gestito nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2013.

ROTA, *Risparmio gestito "sotto la lente": analisi dei flussi di raccolta del 2011*, in *Newsletter del Salone del risparmio*, 7 Febbraio 2012.

RUBINO, *La contrattazione di primo livello*, in AA. VV., *L'alternativa al pubblico? Le forme organizzate di finanziamento privato nel welfare sociale*, a cura di Gori, Franco Angeli, 1^a ed., 2012.

RUGGIERO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

RUSSO, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

SACCONI, *Presentazione*, in “*Libro Bianco sul futuro del modello sociale - La vita buona nella società attiva*” del Ministero del Lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali, Maggio 2009.

SALERNO, *Fondi pensione “negoziali”*: costituzione, gestione e vigilanza, Giuffrè, Milano, 2002.

SANTINI, *Prevenzione e contrasto del riciclaggio nel mercato globale*, Intervento nell’ambito del Forum Annuale su *Il controllo dei mercati finanziari*, Roma, 22 maggio 2001.

SAPIENZA, CAIAZZO DONNINI PAPPALARDO, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l’industria italiana dei fondi*, in *Diritto Bancario- Approfondimenti*, Giugno 2013.

SARTI, *Fondi pensione. Passato, presente, futuro*, Franco Angeli, Collana La Società, Milano, 2007.

SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004.

SCIARRONE, *Il servizio di “consulenza in materia di investimenti”*: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

SCIPIONE, *Servizi di investimento e banche. Il regime delle autorizzazioni alla luce della MIFID*, in *Innovazione e Diritto*, 2009.

SELLA, *Tra Fondi “hedge” e Sicav*, in *La Repubblica-Affari&Finanza*, 18 Ottobre 2004.

SEPE, *Il risparmio gestito*, Cacucci Editore, Bari, 2000.

SINISCALCO, *Fiducia*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013.

SINISCALCO, Intervento all’*Assemblea annuale di Assogestioni*, Milano, 4 Aprile 2012.

SINISCALCO, Intervento all’*Audizione presso la 6° Commissione del Senato della Repubblica*, 13 Ottobre 2011.

SODA, *Commento all’art. 33*, in *Il testo unico dell’intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.

SOLLIMA, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell’Università Commerciale “L. Bocconi”, Milano, 27 Marzo 2014.

SRAFFA, *The Bank Crisis in Italy*, in *Economic Journal*, 22 Giugno, 1922.

TAGI, *Il risparmio gestito tra economie di scala e marketing*, in *Banche e banchieri*, 1999, v. 26, f. 3.

TAIS, *Introduzione*, in *Come cambia la tutela previdenziale: i giovani e la previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 4, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna.

TARELLI, *Indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare*, Audizione del Presidente della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione Rino Tarelli, Roma, 2 Aprile 2014.

TARELLI, *Intervento alla Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi-Sandulli-Santoro, Torino, Giappichelli, 1999.

TOSATO, *In attesa della Mifid*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.

TREQUATTRINI, *Le finalità della vigilanza informativa*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, Giuffrè, Milano, 1996.

TROIANO, *Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

TURNO, *Sanità Privata, partono i fondi integrativi del Ssn*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Novembre 2009.

TURNO, *Sanità, scenari e prospettive*, in *Il Futuro del Servizio Sanitario in Europa e in Italia-I Report di Economist e Ceis Tor Vergata*, *Il Sole 24 Ore Sanità*, Allegato al n. 40, 30 Ottobre-5 Novembre 2012.

VECCHIETTI, *Il Servizio Sanitario Nazionale e l'Assistenza Sanitaria Integrativa: prospettive e sfide per il futuro*, Intervento alla 2^a ed. del Welfare Day "Il ruolo dei Fondi Sanitari Integrativi nel sistema di welfare contrattuale tra integrazione, sostituzione e complementarietà", 5 Giugno 2012, Roma.

VEGAS, *Le questioni in corso e le linee di indirizzo*, in *Relazione per l'anno 2012*, Consob, Roma, 31 Marzo 2013.

VISCO, *Economia e finanza dopo la crisi*, Conferenza a classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia presso l'Accademia nazionale dei Lincei, Roma, 8 Marzo 2013.

VIVIANI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

ZUCHELLI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi ed il suo recepimento*, Intervento presso la LUISS Guido Carli, Roma, 5 Dicembre 2013.