

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: DAI PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR) ALLA GESTIONE DEI NON PERFORMING LOANS (NPL)

- **Introduzione**

- **CAPITOLO 1: I fondi comuni di investimento: evoluzione normativa.**
 - 1.1 *Overview* del mercato immobiliare italiano ed europeo
 - 1.2 Lineamenti generali dei fondi comuni di investimento
 - 1.3 La disciplina giuridica dei fondi di investimento secondo una prospettiva dinamica: premessa
 - 1.4 L'evoluzione dell'assetto normativo dei fondi d'investimento nel sistema legislativo italiano
 - 1.5 Le SGR
 - 1.6 Il fondo comune di investimento: uno 'sguardo' definitorio
 - 1.7 I fondi comuni di investimento immobiliari
 - 1.8 Criteri di classificazione dei fondi comuni d'investimento

- **CAPITOLO 2: I Fondi Immobiliari e le politiche di gestione**
 - 2.1 Tipologia dei fondi di investimento immobiliari
 - 2.2 La gestione di un fondo comune di investimento
 - 2.3 Il 'sistema' della vigilanza: considerazioni generali

- **CAPITOLO 3: Nuove prospettive di investimento con i PIR Immobiliari**
 - 3.1 Il Piano individuale di Risparmio (PIR): definizione e finalità
 - 3.2 Modalità di costituzione e destinatari
 - 3.3 Finalità dei PIR per il finanziamento delle PMI
 - 3.4 Estensione dei PIR al mercato immobiliare: La Legge di bilancio 2018

3.5 La volatilità dei PIR

3.6 PIR e profili fiscali

- **CAPITOLO 4: Crediti deteriorati e tecniche di gestione: Fondi *NPL* (*Non-Performing Loans - NPLs*)**

4.1 Mercato *non performing loans* in Italia

4.2 Definizione dei *non performing loans* e caratteristiche principali

4.3 Gestione dei *non performing loans*

4.4 Profili regolamentari, legali e fiscali e cambiamenti nel quadro giuridico

4.5 Che cos'è il Fondo Atlante e Fondo Pinturicchio?

- **Conclusione**

- **Bibliografia**

Introduzione

I fondi comuni di investimento sono strumenti che, in qualche modo, documentano l'evoluzione del risparmio verificatosi in un determinato contesto¹. Limitatamente all'Italia, il risparmio – considerato tradizionalmente una 'riserva'/accantonamento strategico di liquidità a disposizione delle famiglie – ha subito radicali modifiche, non solo a livello contenutistico (portafoglio e patrimonio) ma coinvolgenti anche il *modus operandi* dei protagonisti: costoro, infatti sono diventati meno 'conservatori' e più inclini alle suggestioni di investimenti sofisticati, 'inediti' (e, paradossalmente, più rischiosamente remunerativi) orientati ad investimenti borsistici. I fondi di investimento, in un certo senso, soddisfano all'esigenza di 'democratizzare' l'accesso del pubblico alle 'arene finanziarie' un tempo riservato ad élite di investitori, i quali godevano di un 'monopolio informativo'; in altri termini, i piccoli risparmiatori si sono gradualmente accostati a tipologie di investimento alternative, connotate da una maggiore diversificazione e da rendimenti appetibili e (auspicabilmente) remunerativi. *In decursu temporis*, sono emersi spazi operativi nel campo dell'intermediazione dei titoli con accresciuta 'sensibilità' verso platee più mature ed esigenti di clientela. Questo processo di evoluzione strumentale, impattando su varie scale economiche – al

¹ "La storia dei fondi comuni di investimento, così come quella di ogni altra istituzione bancaria, finanziaria e assicurativa, affonda le proprie radici nella notte dei tempi. L'idea di investire collettivamente per diversificare il rischio, assumere le migliori risorse professionali e sfruttare le economie di scala nel processo organizzativo non ha visto la luce negli Stati Uniti con la crisi del '29, come a volte si racconta. Laddove ha prosperato una classe media di commercianti e artigiani si trovano tracce di questa potente idea: unire i risparmi, affidarsi a investitori capaci, affrontare i rischi e le opportunità di un mondo incerto [...]. Credo che la storia dei fondi comuni italiani abbia trovato il giusto equilibrio tra il respiro storico e la concretezza delle forme istituzionali della gestione collettiva con l'avvento e il consolidamento del regime repubblicano. Non a caso l'articolo 47 della Costituzione, posto a tutela del risparmio, nacque su impulso di Tommaso Zerbi, che fece riferimento esplicito al modello dell'investment trust. In prima battuta, negli anni di uno sviluppo economico disordinato ma impetuoso che vide la forte crescita del Paese nonostante un'offerta di servizi finanziari arretrati, alcune iniziative pionieristiche cercarono comunque soluzioni al bisogno di un investimento collettivo, importando le esperienze americane. Solo con notevole ritardo rispetto ai maggiori Paesi europei, lo Stato intraprese l'apertura piena e convinta verso la modernizzazione del nostro quadro legislativo. Negli anni Novanta il Paese ha poi affrontato l'internazionalizzazione del mercato dei capitali e, in un contesto già economicamente più impervio, il risparmio gestito ha vissuto la prima fase di forte sviluppo, accompagnando il processo di convergenza nell'area dell'euro. I fondi comuni di investimento rappresentano nei Paesi avanzati l'istituzione per sua natura più 'democratica' e più vicina alle esigenze del risparmiatore. Entrati ormai nella maturità per esperienza professionale, per dimensione degli attivi gestiti e per il ruolo di sostegno alle imprese, possono guardare con orgoglio al contributo che hanno saputo dare allo sviluppo economico e civile dell'Italia" F. Galli, *Prefazione*, in *Breve storia dei fondi comuni in Italia*, di A. Rota, 2015

contempo rivelandosi come causa ed effetto di una mutata ‘fisionomia’/ideologia sociale del risparmio gestito – ha imposto continui sforzi di ‘aggiornamento’ normativo, coniugando le istanze ‘locali’ con una prospettiva internazionale. “Negli anni recenti la disciplina dei mercati finanziari si è arricchita di regole, schemi, prassi del tutto ignote al giurista – tradizionale o meno – sino a qualche tempo fa. La tendenza verso una disciplina sempre più pervasiva e analitica delle attività finanziarie – frutto del costante altalenare dei regolatori tra le esigenze di risposta alle ‘crisi’ finanziarie, e quelle della globalizzazione dei mercati – è chiaramente percepibile in tutti i sistemi maggiormente significativi, e tocca pressoché l’intera gamma dei soggetti, dei contratti, dei prodotti finanziari. Nel suo affannoso procedere, il legislatore è chiamato, così, a identificare, di volta in volta, nuove fattispecie, a introdurre nuove discipline, a prevedere nuove forme di sanzione dell’ordinamento: si pensi, ad esempio, al recente sviluppo della disciplina bancaria in ambito europeo, o al dibattito, tutt’ora in corso, sui regimi sanzionatori applicabili in ipotesi di violazione delle varie discipline di ‘settore’. La stessa definizione delle fattispecie da regolare rappresenta l’esito di un’affannosa ricerca di equilibri tra una disciplina che mira ad essere sempre più invasiva della libertà dei mercati, e il rispetto dei principi generali degli ordinamenti, oltre che – inevitabilmente – delle pressanti richieste dell’industria e degli operatori”².

La tesi qui sviluppata si articola in quattro capitoli concepiti seguendo un criterio espositivo a genere *ad speciem*; i primi due capitoli delineano una ricognizione dei fondi comuni evidenziandone la ‘storia’ (economico-normativa) e il fine, focalizzandosi sul ruolo delle SGR e sugli organi cui competono complesse funzioni

² F. Annunziata, *La nuova nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio: un fallito tentativo di tipizzazione?*, academia.edu, p. 2. “Il risparmio è connesso al concetto di libertà, in quanto ‘valore’ riconducibile alla persona e, quindi, alle garanzie di libertà. Nei Codici e nelle Costituzioni tale garanzia è sempre intesa come estraneità dell’ordinamento alla sfera privata dell’individuo e all’ambito delle decisioni che riguardavano il suo patrimonio. Nelle intenzioni del legislatore, la difesa del risparmio (e della proprietà) si concretava nel rispetto di un valore, pari a quello della famiglia e degli affetti. La tutela dell’investimento si fonda sul dettato del D. Lgs. N. 58 del 24 febbraio 1998, meglio noto come T. U. F., che unitamente al Regolamento Consob n. 11522/98, disciplina i mercati finanziari e la prestazione dei servizi di investimento [...]. La tendenza alla tutela giuridica dei consumatori e, ancor prima, l’elaborazione delle politiche di tutela degli interessi specifici ed economici degli stessi è datata metà anni ’70, allorché è stato presentato dalla Commissione Europea il primo programma di azione relativo alla protezione dei consumatori (G. Ufficiale della Comunità Europea n. 92 del 25.4.1975)” R. Cafaro, *La tutela del risparmio e dell’investimento: guida operativa per gli utenti*, Giuffrè Editore, 2009, pp. 3-15.

di vigilanza; un regime di norme e di presidi istituzionali atto a garantire un delicato equilibrio degli interessi in gioco e in vista di una corretta, fisiologica dinamica di mercato. Il terzo capitolo verte su uno strumento di ‘reclutamento’ del risparmio che il Governo ha posto in essere solo lo scorso anno: si tratta dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) che, tra ‘luci ed ombre’ - e, con l’estensione al segmento immobiliare – sono stati concepiti per sostenere la ripresa produttiva delle PMI, duramente colpite da una crisi sistemica che, in luogo di ‘cure palliative’, necessita di coraggiose riforme strutturali. Questo strumento – con le sue agevolazioni e i relativi vincoli – ‘promette’ – stando ai dati menzionati dai report più ‘entusiasti’ – di far confluire una quota cospicua di ‘ricchezza’ accantonata dalle famiglie italiane nel tessuto ‘esangue’ delle aziende ancora in grado di reggere le sfide della competizione globale. Il capitolo finale concerne la questione dei cd. ‘crediti deteriorati’ che, per l’insolvenza o inesigibilità dei crediti erogati a terzi, impongono alle banche di raccogliere il capitale necessario onde coprire eventuali perdite. “È ampiamente riconosciuto che livelli elevati di NPL finiscono per generare un impatto negativo sul credito bancario all’economia, per effetto dei vincoli di bilancio, di redditività e di capitale a cui sono soggetti gli enti creditizi che li detengono. L’azione volta a ridurre in modo sostenibile gli NPL all’interno dei bilanci bancari apporta benefici all’economia in una prospettiva sia micro che macro-prudenziale. Al tempo stesso si riconosce che anche la ripresa economica svolge un ruolo importante per la risoluzione degli NPL”³.

³ Banca Centrale Europea, Linee guida per le banche sui crediti deteriorati, www.bankingsupervision.europa.eu

Capitolo 1: I fondi comuni di investimento : evoluzione normativa

1.1 Overview del mercato immobiliare italiano ed europeo

In uno scenario generale caratterizzato da bassi tassi d'interesse – che incidono, in *depressed mode*, sul rendimento offerto dal risparmio – e con prospettive di crescita economica all'insegna della cautela, i fondi immobiliari si candidano a divenire un *asset* significativo dell'Europa⁴; tale 'prognosi' si basa su una serie di analisi commissionate da organismi istituzionali e agenzie di *rating*. Il primo report che, a tal fine, da menzionare è riconducibile a Scenari Immobiliari secondo cui il patrimonio dei fondi operativi in Francia, Germania, Gran Bretagna, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Svizzera e Italia (ossia l'85% del mercato UE) esibisce segnali di un *growing trend* con un "ritmo medio del 7,3% annuo nel periodo 2010/2013, accelerando negli ultimi anni, con un incremento del 9,8% nel 2014, del 10,8% nel 2015 e del 12,4% nel 2016. In Italia il patrimonio dei fondi ha toccato i 46 miliardi di euro a fine 2016 e per il 2017 è stato previsto un realistico obiettivo di 50 miliardi di euro con oltre 400 fondi immobiliari. Dall'inizio del secolo il settore è cresciuto di 18 volte". Mario Breglia, presidente di Scenari Immobiliari, ha evidenziato che, nelle scelte delle SGR, si apprezzano inediti orientamenti: "Tra i mercati emergenti a livello europeo soprattutto il residenziale – che ha una quota di *asset allocation* pari al 10% del totale – desta particolare interesse. I nuovi investimenti residenziali sono focalizzati sull'attività di ristrutturazione, principalmente nell'ottica di risparmio energetico, e sulle residenze specializzate, in particolare, per studenti o senior"⁵⁶. Le SGR, interrogate mediante

⁴ Bollettino economico, n.3/2018, Banca d'Italia

⁵ "I Fondi immobiliari in Italia e all'Estero" rapporto 2017, Scenari Immobiliari

⁶ "Illustrando i dati dell'*European Outlook* 2018, Mario Breglia ha spiegato: «Anche in Italia la crisi è finita ma la ripresa appare più delicata a causa delle debolezze strutturali del nostro Paese» Spagna e Francia, nel 2018, si troveranno in vero boom, con fatturati in crescita superiore al 10%. Anche l'Inghilterra dovrebbe recuperare dopo un cattivo biennio. La Germania crescerà in linea con l'Italia poco più del 6%. Andamento positivo dell'economia, ripresa della domanda in tutti i settori e un po' di inflazione stanno dando benzina ai mercati immobiliari europei. Le limitate realizzazioni di nuovo nel periodo di crisi hanno diminuito il prodotto disponibile (soprattutto in termini qualitativi) in tutti i Paesi. Questo riduce la *vacancy* e aumenta canoni e prezzi di vendita [...]. «Gli spazi di crescita del mercato italiano – ha concluso Breglia – sono notevoli nella locazione residenziale, nel terziario innovativo (come il *co-working*) e nell'ampia area dei servizi. Sono necessari investimenti per la messa in sicurezza delle abitazioni. Non va dimenticato che c'è quasi un milione di case in corso di edificazione, bloccate dai fallimenti o dai concordati delle imprese edili. La tassazione allontana investitori istituzionali e privati. Ci troviamo, così, marginali in un contesto dove l'immobiliare è uno strumento di cambiamento urbano e di allocazione di grandi risorse»" *Scenari Immobiliari: mercati europei in ripresa dopo 10 anni di crisi. Le previsioni per il 2018*, www.idealistaSRL

somministrazione di un questionario, hanno delineato una panoramica sul futuro del mercato immobiliare nostrano: la maggioranza di esse (il 70%) “ritiene possibile un miglioramento delle *performance* sul medio periodo (3-5 anni), a fronte di un 23% che crede nel mantenimento della stabilità e di un 7% che pensa potrà peggiorare”⁷. A livello geografico, sempre sotto un profilo congetturale, “le zone che si avviano a rappresentare una buona opportunità di investimento immobiliare saranno principalmente il nord e il centro Italia, con l’eccezione dello sviluppo alberghiero e di RSA che si prospetta piuttosto elevato anche al Sud e nelle isole”⁸. Facendo specifico riferimento al 2017, dunque, un report elaborato da Fiap documenta, per l’Italia, un mercato immobiliare ‘a due velocità’, rilevando cioè un incremento costante del numero di compravendite e, al contempo, un calo dei valori immobiliari. Il primo fenomeno è stato favorito dai buoni risultati registrati in alcuni capoluoghi di regione e dalle relative ‘aste’ che, nello scorso anno, si sono tradotti in oltre 230.000 esecuzioni immobiliari; tuttavia, nella maggioranza delle province persistono i segni tangibili di una crisi che ha debilitato il settore, dove scarsi sono gli investimenti immobiliari sia in ambito residenziale⁹ che nel terziario. Attualmente, dunque, il cd. *brick market* risulta in fase di assestamento, connotata da due tendenze: a) aumento dell’offerta e della domanda; b) riduzione del divario fra prezzi richiesti e prezzi di realizzo (-10%)¹⁰.

⁷ “I Fondi immobiliari in Italia e all’Estero” rapporto 2017, Scenari Immobiliari

⁸ “Nel 2018 si prevede una progressiva stabilizzazione dei prezzi degli immobili [...]. Per alcune città, quali Milano, Napoli, Bologna e Firenze si confida in un trend positivo anche nel 2018 per quanto concerne i valori. Previsto, inoltre, un rialzo dei canoni di locazione generalizzato in molti centri metropolitani dove la ripresa si sta facendo più concreta e dove oggi si fanno ottimi affari per immobili da mettere a reddito, in particolar modo nelle città d’arte dove il mercato della ricettività alternativa a quella alberghiera è in netta crescita. Sono sempre di più, infatti, le richieste di affitto anche per brevi periodi, da parte di turisti, manager e di coloro che necessitano del comfort di una dimora per le vacanze. Gli italiani ancora non sfruttano al meglio le agevolazioni per la ristrutturazione edilizia calibrati su interventi di efficientamento energetico così come gli incentivi per interventi su vecchi edifici esistenti al fine di renderli sempre più sicuri contro gli eventi sismici” fiap.it, 21 marzo 2018

⁹ “L’espansione ciclica dei mercati degli immobili residenziali è proseguita nel 2017, facendo registrare un moderato incremento dei prezzi e dei mutui ipotecari in termini aggregati. Considerando l’area dell’euro nel suo insieme, le vulnerabilità di tale mercato appaiono contenute, sebbene in graduale aumento. Nello specifico, pur registrando un’accelerazione tendenziale fino a oltre il 4% nel terzo trimestre del 2017, la crescita nominale dei prezzi degli immobili residenziali è rimasta al di sotto dei valori precedenti la crisi. La crescita dei prezzi degli immobili residenziali è stata trainata dalla forte domanda e sostenuta in misura crescente dall’aumento del reddito delle famiglie. In termini aggregati, i prezzi nell’area dell’euro appaiono in linea con i valori fondamentali, o appena al di sopra di essi. Mentre la crescita sui dodici mesi dei prestiti per l’acquisto di abitazioni ha continuato ad aumentare, superando il 3% su base annua, verso la fine del 2017 è proseguito il calo dell’indebitamento delle famiglie, che ha raggiunto il 58% del PIL nel terzo trimestre del 2017” ecb.europa.eu

¹⁰ “Le compravendite di immobili sono in salita del 5% nei dodici mesi 2017, nonostante il ritmo di crescita sia più lento rispetto a quello del 2016. Il tutto avviene in un momento molto positivo per l’erogazione del credito nel nostro Paese:

1.2 Lineamenti generali dei fondi comuni di investimento

I fondi comuni d'investimento costituiscono una sorta di 'cassa collettiva' in cui confluisce una massa liquida (i 'soldi') 'accantonata' da una pluralità di risparmiatori; tale capitale viene impiegato da un soggetto competente – la società di gestione – per l'acquisto di titoli o immobili lucrando, possibilmente, il massimo reddito misurabile tramite l'incremento di valore del capitale investito. Le Società di gestione del risparmio svolgono un'attività di intermediazione finanziaria la cui *ratio essendi* è a) 'amministrare' il risparmio per conto terzi; b) ottimizzare la coniugata rischio/rendimento¹¹. Dalla loro 'tardiva' comparsa in Italia¹² il mercato dei fondi comuni di investimento ha conosciuto una dilatazione esponenziale, determinata da fattori concomitanti, a loro volta catalizzati da una ormai diffusa cultura finanziaria, con ricadute sui vari 'attori' dello scenario economico. "La netta crescita d'importanza del comparto 'risparmio gestito' nell'ambito del *financial market* italiano è dimostrata sia dal forte aumento delle masse gestite dagli operatori di settore (banche, SIM e

nel 2018 i costi di mutui e prestiti saranno ancora a buon mercato in Italia grazie ai tassi contenuti dal *Quantitative Easing*, sicuramente fino al prossimo settembre. Il basso livello dei tassi d'interesse e l'aumento del reddito disponibile rafforzano la solidità finanziaria delle famiglie. Tutti i parametri economici virano nell'immobiliare in terreno positivo, anche se la correzione è molto più evidente sulle quantità degli immobili scambiati che sui prezzi. Condizioni economiche più favorevoli e bassi tassi d'interesse dovrebbero supportare la domanda nel mercato immobiliare e, visto il livello limitato degli investimenti in ambito residenziale, ridurre anche l'eccesso di offerta dall'altro. Il divario tra domanda e offerta dovrebbe colmarsi gradualmente, avendo come conseguenza un'ulteriore riduzione dei tempi di vendita e del calo dei prezzi, oltre a provocare un incremento del costo degli immobili. Tra le tante sfaccettature del nuovo mercato immobiliare troviamo, quindi, un contesto monetario favorevole, con tassi che rimarranno bassi per il prossimo anno, la graduale riduzione della disoccupazione e una maggiore capacità delle famiglie di sostenere i mutui. Gli sviluppi politici e l'incertezza conseguente sui mercati possono, però, far deragliare l'economia e il settore immobiliare dai binari della crescita. La ripresa in Italia è, inoltre, minacciata dai crediti ipotecari deteriorati 'in pancia' alle banche, i cd. Npl (*non performing loans*), con tassi di default elevatissimi proprio nel segmento delle costruzioni. L'immissione non regolata sul mercato di immobili a garanzia dei crediti andati in default rimane, infatti, un pericolo per il deprezzamento degli immobili" *fiaip.it*, 21 marzo 2018

¹¹ Nel corso di un processo di crescita della cd. *financial industry* – che, a partire dagli anni '80 ha determinato una decisiva espansione del settore 'gestione in monte' -, gli investitori istituzionali hanno progressivamente attivato un 'dominio' dell'economia finanziaria dove la collazione di risparmio risulta così ingente da rappresentare, ormai, un fattore cruciale anche su scala macroeconomica. L'offerta di mercato si presenta molto eterogenea poiché si estende a diversi segmenti del risparmio pubblico; in larga misura, tuttavia, è pur sempre offerta di gestione collettiva del risparmio 'calibrata' sulle esigenze/aspettative del risparmiatore 'famiglie'.

¹² La causa sottesa a tale ritardo viene ricondotta, essenzialmente, a due fattori: a) la condotta dei risparmiatori; b) l'egemonia del mercato creditizio. Le scelte dei risparmiatori erano preferibilmente orientate verso i conti di deposito per la loro cospicua liquidità, oppure verso titoli di stato italiani che, in quegli anni, assicuravano un elevato tasso d'interesse. Le imprese, invece, fronteggiavano le loro esigenze di 'provvista finanziaria' attingendo al credito erogato dal mercato finanziario, sfruttando le agevolazioni statali sugli interessi e i benefici fiscali sul debito. Veniva escluso, quasi sistematicamente, il *placement* di azioni a motivo degli elevati costi e dei rischi in ambito di controllo

compagnie assicurative), sia dall'aumento della sua incidenza sulle attività finanziarie degli investitori (in particolare, le famiglie, tipici soggetti economici in surplus). Tale sviluppo del settore si inserisce nella convergenza, su scala globale, dei sistemi finanziari 'locali', sempre più integrati ed evoluti; fenomeno che in Europa ha conosciuto una fase inflattiva, un'accelerazione, assumendo caratteri peculiari in virtù del progetto di creare un mercato unico a livello comunitario per prodotti e servizi finanziari (sia bancari che di investimento). L'innalzamento della competitività tra le varie 'arene' e tra i soggetti operanti nelle stesse ha avuto come effetto un aumento quali-quantitativo degli strumenti a disposizione degli investitori per compiere le proprie scelte di investimento [...]. Si è trattato, nei fatti, di un processo che ha reso indispensabile la presenza di particolari categorie di investitori (cd. *institutional asset managers*), la cui attività consiste nel raccogliere mezzi finanziari dalla collettività dei risparmiatori per incanalarli verso quegli investimenti ritenuti, di volta in volta, più adeguati in relazione al profilo rischio-investimento via via ricercato"¹³. Agevolate da una normativa concepita con l'obiettivo di stimolare lo sviluppo del mercato azionario, le imprese iniziarono a superare la 'tradizionale' prassi di credito bancaria, e per gestire i loro fabbisogni finanziari si rivolsero al mercato del debito e dei capitali. Al contempo, i risparmiatori attestarono un incremento significativo delle loro opportunità selettive in tema di investimenti; nel corso del tempo, infatti, la detenzione di portafogli 'semplici', costituiti in larga misura da *bond* statali, subì una 'contrazione' a favore di strumenti finanziari inediti e più 'sofisticati'. Furono proprio queste numerose e innovative possibilità a sollecitare la richiesta di qualificati servizi di assistenza/consulenza verso il mercato da parte dei risparmiatori. Nacque, così, la nozione di 'risparmio gestito'¹⁴ legata alla presenza di operatori che amministrassero,

¹³ R. Caparvi, *L'impresa bancaria. Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2006, p. 578

¹⁴ "Il risparmio gestito è la quota di accantonamento personale affidata dal risparmiatore ad uno o più gestori professionali che, nell'ambito di un mandato ricevuto, provvedono ad amministrare le risorse loro conferite. Con suddetta locuzione si fa, dunque, riferimento alle attività di gestione professionale del risparmio operate dai fondi comuni di investimento mobiliare e dalle SICAV, all'attività di gestione di patrimoni mobiliari individuali (comunemente definita GPM) effettuata da banche e da società di intermediazione mobiliare, nonché alle attività di investimento per conto dei risparmiatori operate dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione nell'ambito della cosiddetta previdenza complementare. I prodotti finanziari rientranti nell'ambito del risparmio gestito si distinguono da quelli dell'intermediazione bancaria tradizionale che, mediante la raccolta di depositi e l'erogazione di impieghi, attua una trasformazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari (sotto il duplice profilo del rischio di credito e delle

con debita competenza, le risorse economiche di soggetti ‘deboli’ sotto il duplice profilo economico-informativo. La diversificazione del rischio, la riduzione dei costi di negoziazione e di transazione mediante economie di scala, l’abbattimento della carenza informativa, rappresentarono gli ulteriori ‘punti di forza’ che decretarono, ufficialmente, il successo dei fondi comuni d’investimento¹⁵. Occorre interrogarsi sul regime giuridico del patrimonio che sostanzia il fondo comune o, più correttamente, indagare che tipo di nesso intercorre tra SGR e investitore. La dottrina, ha delineato una serie di soluzioni per interpretare tale rapporto, tra SGR e investitore. Originariamente, gli autori sono ricorsi al sistema normativo del codice civile in tema di comunione; successivamente, sono emerse altre ipotesi o ‘proposte di lettura’ così elencabili: a) imperfetta autonomia patrimoniale delle società di persone; b) patrimonio senza soggetto, ovvero di proprietà della SGR; c) proprietà collettiva degli investitori disciplinata dal regolamento del fondo. “Se il novero delle posizioni dottrinali è ampio ed eterogeneo, sul fronte giurisprudenziale non si sono registrate pronunce di rilievo sino alla ‘sentenza pilota’ della Corte di Cassazione, n. 16605/2010. In detta sede, la Corte ha stabilito che «i fondi comuni di investimento (nella specie, un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell’interesse del fondo, l’immobile acquistato deve essere intestato

scadenze): nel caso dei fondi comuni e delle gestioni individuali di patrimoni mobiliari si realizza una completa traslazione sugli investitori del rischio proveniente dalle oscillazioni di valore dei titoli detenuti in portafoglio e dalle possibili discrasie temporali tra le esigenze finanziarie dei soggetti in deficit e in surplus. Dal punto di vista normativo, l’intero universo del ‘risparmio gestito’ è oggi disciplinato dal TUIF (Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria, decreto legislativo n. 58 del 24/02/1998) e dai relativi regolamenti attuativi emanati dalla Consob e dalla Banca d’Italia. In passato le gestioni individuali erano assoggettate agli articoli del codice civile relativi al mandato e alla legge bancaria, mentre quelle collettive sono state, per decenni, sconosciute al nostro ordinamento. Successivamente, a partire dalla legge 77/83 relativa ai fondi comuni, una serie di provvedimenti *ad hoc* ha accompagnato l’introduzione dei nuovi strumenti finanziari, dando luogo ad una disorganicità cui il Testo Unico ha cercato di porre rimedio” L. Picariello, *Definizione di risparmio gestito*, performancetrading.it

¹⁵ Amministrare direttamente ed efficacemente un portafoglio finanziario non è compito agevole ma richiede skills professionali e tecniche performative remote dalle cognizioni rinvenibili presso un generico risparmiatore ‘famiglie’; inoltre, le possibili modalità di gestione ‘personalizzata’ di portafoglio comportano costi notevolmente elevati, a differenza di opportune forme di gestione ‘collettiva’; infine, se è vero che contenere il rischio di portafoglio significa diversificare tra strumenti finanziari e mercati, si arguisce che diversificare in modo appropriato è possibile solo quando il patrimonio – da distribuire su più ‘arene’ e da ripartire in più prodotti/operazioni – costituisce uno stock/flusso di risorse monetarie di adeguato importo. Nella maggioranza dei casi per il risparmiatore ‘famiglie’ la diversificazione si traduce in atto partecipando ‘coralmente’ a iniziative di gestione ‘in monte’, mediata da investitori istituzionali. Ciò giustifica la creazione di un ‘presidio normativo’ disponente congrue strategie di pubblica vigilanza, intese a salvaguardare la stabilità delle imprese di intermediazione e la trasparenza dei soggetti

legalmente alla suindicata società di gestione». Questo orientamento ha riscontrato una netta opposizione da parte dei commentatori, schierati in maniera quasi del tutto uniforme – seppur con argomentazioni variegata sia di carattere sistematico, sia pratico – contro l'impostazione proposta, in una prospettiva, per la verità, più che altro 'demolitoria'. La formula offerta dalla Corte di Cassazione non sembra aver convinto sul piano del metodo e dell'*iter* argomentativo nonché, in particolare, su quello puramente applicativo. Numerosi sono, infatti, i risvolti e le implicazioni, anche di natura pratica, della tesi circa la carenza di soggettività in capo ai fondi comuni, a partire dalle modalità di trascrizione presso i pubblici registri dei trasferimenti immobiliari in favore del fondo, agli effetti connessi a particolari operazioni, sino agli esiti applicativi di alcune discipline come quella della crisi o delle offerte pubbliche di acquisto¹⁶. Attualmente, il dato normativo cui far riferimento per chiarire la natura del 'fondo comune' e delle annesse 'sostanze' è il comma 6 dell'art. 36 T.u.f., il quale stabilisce che ciascun fondo e ogni suo comparto costituisce un "patrimonio autonomo", distinto da quelli pertinenti alla società di gestione e ai singoli partecipanti¹⁷. L'essenza giuridica di suddetto istituto riceve ulteriore delucidazione dal comma 8: "Le quote di partecipazione al fondo comune sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore", i quali incorporano un diritto di credito del partecipante suscettibile di essere espletato a seconda che il fondo di investimento sia 'aperto' o 'chiuso'. Il fondo comune, pertanto, non gode di personalità giuridica, funzionale all'imputazione delle attività di investimento; piuttosto, concretizza un 'paniere' di beni indipendenti dalla SGR, la quale remunera

¹⁶ P. Barile, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 2017; C. M. Ardita-E. Gazzetta, *Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. Civ. Sez. I, 15/7/2010*, tidona.com; G. Ferri, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, odc.seminabit.com

¹⁷ "L'attuale previsione contenuta nell'art. 36, comma 4, TUF («delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente col patrimonio del fondo medesimo») non lascia spazio a fraintendimenti, superando l'equivoco del testo precedente, già contenuto nell'art. 36, comma 6, TUF («delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente col proprio patrimonio»). Il dato letterale della disciplina vigente è chiaro nell'escludere la soggettività del fondo comune (quale soggetto obbligato) ed è coerente con la qualificazione che si ricava dalla medesima norma quale 'patrimonio autonomo'. Le citate espressioni della disciplina regolamentare non possono condurre a diversa conclusione, sia per la gerarchia delle fonti sia perché da ritenersi tratte rispetto alle precedenti versioni dei medesimi provvedimenti" L. Ardizzone, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, EGEA S.p.A, 2018, p. 15

l'investimento dei partecipanti al fondo stesso, senza che ad essi siano attribuiti “diritti o facoltà di concorso alle decisioni di *asset location* oppure ad altre comunque assunte in materia di gestione amministrativa e finanziaria” (Bessone, *Le SGR*, p. 641), riservati alla SGR.

Riteniamo opportuno, a questo punto del discorso, effettuare una sintetica digressione inerente alle teorie più accreditate, in dottrina, sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento.

- a) Teoria della comunione: la sua formulazione risale a progetti innovativi elaborati in Italia su ispirazione dell'art. 1 del decreto francese n. 55, 28 dicembre 1957. Secondo questo approccio, i beni del fondo apparterrebbero pro quota ai sottoscrittori che, peraltro, sarebbero ‘comproprietari’ dei valori mobiliari costituenti il fondo in proporzione della somma dagli stessi conferiti. La SGR amministrerebbe la ‘cassa’ nel loro interesse. Tale teoria ha prestato il fianco a numerose obiezioni. Il primo *target* critico è il differente obiettivo caratterizzante i due istituti: a) nella comunione i soggetti condividono beni al fine di ricavarne utilità, a prescindere dall'esercizio di un'attività; b) i fondi comuni d'investimento, invece, sono concepiti in prospettiva performativa e dinamica, con spirito ‘imprenditoriale’, per così dire. In secondo luogo: nell'ambito del rapporto di comunione, le parti, in quanto titolari della *res*, hanno il diritto di disporne e amministrarla, mentre i sottoscrittori, non godendo delle medesime facoltà, neppure possono influire sull'operato delle SGR; ad essi spetta solo un rimborso delle quote possedute¹⁸;
- b) Teoria della soggettività giuridica del fondo. Si tratta di un ‘costrutto’ che scaturisce da una difficoltà da parte della dottrina di: identificare un caput giuridico a cui riferire la proprietà del patrimonio. È stato evidenziato, infatti,

¹⁸ “Tale tesi interpretativa è stata, nel tempo, abbandonata per diverse motivazioni non ultima la circostanza secondo cui la comunione si caratterizza per essere una situazione ‘statica’, difficilmente compatibile con l'attività gestoria di un patrimonio mobiliare, caratterizzata da frequenti operazioni di investimento/disinvestimento. Inoltre, la comunione non risponderebbe pienamente alla regolamentazione codicistica dell'istituto, soffrendo eccezioni di varia natura in relazione ai poteri che il sottoscrittore della quota può esercitare sul patrimonio comune” E. Guffanti- P. Sanna, *Le quote di partecipazione ai fondi comuni*, p. 469, 5lex.it

che la normativa italiana, pur negando al fondo un'autonoma personalità giuridica, abbia reso, comunque, lo stesso titolare di obbligazioni (attive e passive) che sorgono per effetto della sua gestione. Stando così le cose, si è arguito che il fondo comune d'investimento possieda una propria facoltà di investire, distinta sia da quella dei partecipanti, che dalla SGR. La teoria riconduce la figura in esame all'istituto della fondazione non riconosciuta; analogia relativa al fatto che i sottoscrittori non possono esercitare alcuna ingerenza nell'amministrazione del patrimonio, e la SGR è responsabile verso di essi in ossequio alle regole del mandato¹⁹. Anche in questo caso, suddetta impostazione si espone a critiche. L'incongruenza sostanziale tra i due istituti deriva dalla considerazione per cui la finalità che ispira le fondazioni è di tenore altruistico; i fondi comuni d'investimento, invece, esercitano un'attività di intermediazione finanziaria, onde produrre un reddito a beneficio dei sottoscrittori. Inoltre, i fondi in parola non possiedono un'intrinseca organizzazione che gli consenta un autogoverno;

- c) Teoria del patrimonio separato della società di gestione²⁰. La dottrina sostenente questa linea argomentativa sostiene che essa risulti più conforme allo schema dell'*investment trust* rinvenibile, tipicamente, negli ordinamenti di *common law*. In tale contesto la posizione del *trustee* – quale proprietario dei beni costituenti

¹⁹ “Il legame fra le caratteristiche della partecipazione e la natura del fondo è marcatamente riscontrabile in un'altra dottrina, che ha ricostruito la natura giuridica del fondo esclusivamente sulla base della struttura dei rapporti fra quotista e SGR, riconducendo gli stessi allo schema del mandato senza rappresentanza a gestire il fondo medesimo. Anche in questo caso, tuttavia, l'applicazione di uno schema civilistico classico a esperienze più moderne determina alcune deviazioni dai modelli tradizionali, non essendo possibile per i quotisti l'esercizio di uno dei diritti maggiormente caratterizzanti la posizione del mandante: la possibilità di impartire istruzioni vincolanti nei confronti del mandatario (ruolo assunto, nell'ambito della gestione dei fondi, dalla SGR). L'attività di gestione del fondo è, per sua natura, svolta nell'interesse della pluralità dei suoi sottoscrittori, ma in autonomia dal singolo investitore; è, quindi, priva della personalizzazione che caratterizza, invece, il servizio di gestione individuale di portafogli. Coerentemente, la politica di investimento di un fondo comune è definita *ex ante* nel regolamento di gestione, che il potenziale investitore può accettare (sottoscrivendo le quote del fondo) o meno (non investendo), ma non può modificare” E. Guffanti- P.Sanna, op. cit., p. 469

²⁰ “Secondo tale tesi – recentemente affermata nella giurisprudenza di legittimità – il fondo costituisce un patrimonio ‘separato’ (ma non ‘autonomo’) della SGR che sarebbe, quindi, l'intestataria formale dei beni del fondo sui quali i partecipanti vanterebbero, invece, un diritto di proprietà sostanziale, estrinsecantesi tuttavia in diritti da farsi valere direttamente nei confronti della società di gestione (quale soggetto titolare formale del patrimonio). Tale ricostruzione pare poco convincente, stante il fatto che la normativa non contiene alcuna disposizione che preveda diritti di natura proprietaria in capo alla società di gestione e, specularmente, attribuisce specifici diritti ai partecipanti ai fondi” *Ibidem*, pp. 469-470

il *trust fund* – è temperata dalle *equity rules* che ‘flettono’ l’esercizio delle sue facoltà al soddisfacimento dell’interesse dei beneficiari, permettendo di concepire il *trust fund* come un’entità patrimoniale a sé stante, non coincidente col patrimonio del *trustee* stesso, né con quello dei beneficiari. L’istituto dell’*investment trust* ha offerto un paradigma al cui funzionamento i legislatori continentali si sono ispirati per allestire un’analoga codificazione nei rispettivi ordinamenti. Coerentemente, la posizione giuridica della società di gestione – quale titolare dei beni del fondo – è stata descritta non in forma di un ‘diritto soggettivo’, bensì come una funzione, ossia un potere-dovere di esercitare in ossequio alla legge nell’esclusivo interesse dei partecipanti. Si osserva, poi, che la previsione normativa secondo cui i creditori della società di gestione siano inibiti nell’agire sul patrimonio del fondo, si giustifica solo in quanto il fondo venga concepito in termini di patrimonio separato della società di gestione. “Secondo la Corte di Cassazione «nell’uso dei termini come ‘autonomia’, ‘distinzione’ o ‘separazione’, riferiti al patrimonio del fondo comune, il Legislatore non pare invero aver prestato molta attenzione alle diverse sfumature semantiche che quelle locuzioni possono assumere, onde non sembra azzardato sostenere che quei termini siano stati adoperati come equivalenti»...Al contempo la Corte rileva che l’assenza di una struttura organizzativa interna, a rilevanza esterna, determina, poi, l’impossibilità (ma anche la non opportunità), ai fini della tutela dei partecipanti, della configurazione del fondo quale soggetto autonomo di diritto. Infatti, a differenza delle società di persona, delle associazioni o anche dei fondi speciali per la previdenza e assistenza, il fondo comune d’investimento manca di quella necessaria struttura organizzativa in grado di – pur in assenza del riconoscimento della personalità giuridica – qualificarlo come centro d’imputazione di rapporti giuridici. Sulla base di suddetto *iter* logico-argomentativo la Corte, quindi, giunge ad asserire che «in definitiva, atteso che l’ordinamento mal sopporta l’esistenza di un patrimonio privo di titolare, la soluzione che meglio sembra rispondere alle esigenze sottese

alla costituzione dei fondi comuni di investimento e che trova più solidi agganci nella relativa disciplina, resta quella che ravvisa nel fondo un patrimonio separato. La separazione, unitamente alle specifiche disposizioni cui si è fatto cenno, garantisce adeguatamente la posizione dei ‘partecipanti’, i quali sono proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo, lasciando però la titolarità formale di tali beni in capo alla società di gestione che lo ha istituito»²¹.

²¹ V. Cuffaro (a cura di), *Codice del consumo*, Giuffrè Editore, 2012, p. 1190

1.3 La disciplina giuridica dei fondi di investimento secondo una prospettiva dinamica: premessa

La storia normativa relativa ai fondi comune d'investimento appare caratterizzata da una 'soluzione di continuità' che consente di 'scandirla' in due macro-periodizzazioni: nella prima 'finestra temporale', assumente come 'origine', la legge 23 marzo 1983, n. 77²² e abbraccia, oltre alle modificazioni – sul punto, alquanto, marginali (come quella intesa a definire il fondo in termini di 'patrimonio autonomo', prima ancora che “distinto a tutti gli effetti” da quelli della società dei partecipanti), se non addirittura meramente 'lessicali' ad essa apportate dal D. Lgs 25 gennaio 1992, n. 83²³ – anche la versione originaria del comma 6, art. 36 T.u.f., il fondo comune rappresentava, unicamente, un 'ammasso' di elementi attivi²⁴; nel secondo 'lasso' (che esordisce con le innovazioni normative ai sensi del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito nella legge 30 luglio 2010, n. 122 e, ancora più decisamente, dal D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44), esso assume, invece, la fisionomia di massa patrimoniale

²² Tale normativa venne concepita per disciplinare un fenomeno, di fatto, al suo primo, 'timido' debutto nostrano (tramite i fondi atipici e quelli di diritto lussemburghese). La messa in opera di tali strumenti propiziò l'accesso di un'ampia platea di risparmiatori alla proprietà azionaria, contribuendo a determinare un significativo incremento dello 'spettro' e dei settori di appartenenza dei titoli quotati alla borsa valori. La normativa sanciva l'esclusività dell'oggetto sociale delle imprese di gestione, limitandolo al fondo comune di investimento mobiliare 'aperto', e creava un nesso inscindibile tra tipo di gestore e tipo di prodotto/fondo, che è stato completamente superato solo dal T.u.f. “L'attività dei fondi comuni d'investimento ha rappresentato, a partire dalla metà degli anni '80, uno dei principali fattori di crescita strutturale della domanda di azioni da parte dei risparmiatori, contribuendo notevolmente con ciò allo sviluppo della Borsa, caratterizzata, per consuetudine, da una scarsissima partecipazione di quest'ultima. La società di gestione dei fondi, offrendo servizi professionali e competitivi di selezione del portafoglio, hanno infatti consentito al pubblico di accostarsi all'investimento azionario con ampie garanzie di trasparenza e competenza nell'operato” M. C. Quirici, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2010, p. 225

²³ I decreti legislativi n. 83 e n. 84 del 25 gennaio 1992, hanno recepito con notevole ritardo le Direttive Comunitarie n. 611/85 e 220/88, emanate per armonizzare la disciplina che regola gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) negli Stati membri. In particolare, il D. Lgs. n. 84/92 estendeva i confini delle possibili opzioni d'investimento, istituendo le SICAV, un ente assolutamente inusitato per il nostro ordinamento, che consentiva agli investitori di diventare azionisti della società di gestione e non più meri partecipanti al patrimonio di un fondo dotato di autonomia giuridica rispetto alla stessa. La prima metà degli anni '90 registra, in definitiva, un'intensa ma incoerente, disorganica produzione legislativa

²⁴ “Nel sistema originario il fondo comune denotava un complesso di elementi attivi, unificati alla luce del ruolo – da essi condiviso – di oggetto del medesimo potere di gestione e, proprio in quanto tale, distinto sia dal patrimonio della società di gestione (in applicazione del principio generale dettato dall'art' 1707 cod. civ. a proposito del mandato, ma riferibile ad ogni ipotesi di gestione), quanto dal patrimonio dei partecipanti, in forza della configurazione delle quote di partecipazione al fondo come beni di secondo grado. In altri termini, i beni che componevano il fondo comune dovevano ritenersi integralmente sottratti al potere esecutivo tanto dei creditori sociali, quanto dei creditori personali, come pure di quelli del depositario” G. Ferri, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, rivistaodc.eu, p. 2

autonoma, a cui riferire anche elementi passivi. Si è previsto, dunque, col primo dei due summenzionati provvedimenti che “delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente col proprio patrimonio”, mentre col secondo la disposizione è stata riformulata nel senso che “delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente col patrimonio del fondo medesimo”²⁵.

²⁵ “La seconda fase evolutiva della configurazione normativa dei fondi comuni d’investimento si caratterizza per la rilevanza esterna riconosciuta alle passività del fondo [...]. Se, in origine, l’attività gestoria, risolvendosi nella compravendita di titoli (cioè, in scambi tendenzialmente contestuali), non implicava, di regola, il sorgere di debiti (in capo alla società), col tempo si è, invece, assistito a un sensibile arricchimento e a una profonda diversificazione tipologica delle forme di gestione, che ha reso indispensabile l’assunzione, da parte della società, di obbligazioni per conto del fondo, se non addirittura il ricorso alla leva finanziaria [...]. In un sistema siffatto, il fondo comune di investimento, da complesso di beni che era, è divenuto una massa patrimoniale autonoma, destinata alla garanzia di una classe di creditori; essa è, per così dire, dotata, anche di un passivo; così come, e parallelamente, i partecipanti al fondo – a cui un tempo spettava, in via esclusiva, l’intero valore del fondo – sono attualmente titolari di una mera pretesa residuale, avente ad oggetto il suo valore netto, quello, cioè, che eccede l’importo delle relative passività: ed è, appunto, al ‘residuo netto’ che l’art. 57, comma 3-*bis*, T.u.f., commisura e, anzi, circoscrive il loro diritto spettante all’esito della liquidazione del fondo” Idem, op. cit., p. 3

1.4 L'evoluzione dell'assetto normativo dei fondi d'investimento nel sistema legislativo italiano

Nel seguente paragrafo mi limiterò a descrivere, riportando una citazione, gli sviluppi della disciplina concernente i fondi immobiliari, adottando un criterio espositivo per elencazione cronologica; in altri termini, procederò ad una ricognizione 'storica' senza considerazioni di profilo dottrinale e giurisprudenziale. Occorre subito evidenziare che su tale materia gli interventi legislativi sono risultati frequenti, giustificati da fattori di natura politica ed economica a loro volta influenzati da una duplice esigenza: a) riconfigurare funzionalmente l'oggetto in esame; b) superare, in ottica sovranazionale, limiti normativi – incapaci di fronteggiare falle e rischi sistemici – armonizzando, per condivisione e unità d'intenti, le locali discipline *ad hoc*²⁶. “I fondi comuni di investimento immobiliare sono stati istituiti e disciplinati con l'entrata in vigore della Legge del 21 gennaio 1994 n. 86, che ad oggi è ancora efficace con riferimento ai soli articoli 14 bis e 15 che, dopo aver subito diverse modificazioni ed integrazioni nel contenuto, disciplinano rispettivamente i “fondi istituiti con l'apporto di beni immobili” e le “disposizioni tributarie” per i fondi che non hanno optato per l'applicazione del regime ivi incluso quello fiscale previsto dal D.L. 25 settembre 2001 n. 351. Con la predetta Legge veniva attribuita autonoma rilevanza ai fondi comuni che investono in immobili o in partecipazioni in

²⁶ “Member States’ fund legislation remained fragmented and inconsistent. Ireland, for example, established a regime for product-only Qualified Investor Funds. Germany, by contrast, implemented a form of sophisticated manager regulation limited to open-ended investment funds; open-ended ‘special’ funds for institutional investors were liberated from any significant product rules since the management company was subject to regulation. Closed-ended funds remained unregulated. Luxembourg issued specific laws for specific products (including Part II for retail funds, SICARs for private equity and venture capital funds, SIFs for special funds), with either a greater or lesser degree of manager and product regulation. Some type of fund regulation was applied throughout virtually all European jurisdictions – and beyond. In light of this, the non-UCITS domain was a natural candidate for European harmonization. But as a post-crisis directive the Directive on Alternative Investment Fund Managers of 2011 went well beyond harmonization. The most prominent of crisis inspired measures included: • a focus on systemic risk and strong risk oversight by the Competent Authorities; • enhancing intermediary-specific risk oversight by rendering risk management a core activity and imposing oversight obligations upon depositaries; • disincentivizing excessive risk-taking by imposing cross-sectoral rules developed for all financial intermediaries on remuneration and governance; • scrutinizing the use of leverage; • mandatory investor protection for professional investors; • close cooperation between all Competent Authorities and ESMA; • putting ESMA at the centre of European supervisory activities; • considering stakeholder governance as a regulatory objective in addition to investor and market governance” Dirk A. Zetsche, *The Anatomy of European Investment Fund Law*

società immobiliari. Una nuova disciplina dei fondi di investimento immobiliare è stata poi introdotta con il D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 “Testo Unico della Finanza” (TUF), più volte emendato nel corso del tempo anche in vista del recepimento di direttive comunitarie ricadenti nel rispettivo ambito di applicazione, cui hanno fatto seguito numerose disposizioni regolamentari in applicazione ed attuazione dello stesso, tra cui, principalmente, il D.M. 24 maggio 1999 n. 228 recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, più volte modificato, e, da ultimo, abrogato e sostituito dal D.M. 5 marzo 2015 n. 30 concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani ed i Provvedimenti della Banca d’Italia del 1° luglio 1998, del 20 settembre 1999 e del 24 dicembre 1999. Si sono ricondotti così i fondi comuni di investimento immobiliare all’interno della disciplina generale dei fondi di investimento. Il panorama normativo è stato poi modificato dal D.L. 25 settembre 2001 n. 351, convertito con modificazioni dalla Legge 23 novembre 2001 n. 410, recante “Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare”. Con tale disposizione è stato, tra l’altro, introdotto l’importante concetto di “prevalenza” dell’investimento immobiliare cui deve far ricorso un fondo di investimento per essere ricondotto all’interno della categoria dei fondi immobiliari. Con Provvedimento del Governatore datato 8 maggio 2012 e successive modificazioni, la Banca d’Italia ha poi proceduto a riordinare, con alcune innovazioni, la normativa di propria emanazione riunendola in un’unica fonte, il “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”. Detto Provvedimento, a seguito del recepimento – per quanto di interesse in questa sede – della Direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi alternativi (AIFMD), è stato, da ultimo, abrogato e sostituito dal Provvedimento della Banca d’Italia del 15 gennaio 2015. In attuazione del TUF sono state, inoltre, adottate dalla CONSOB

alcune delibere, oggetto di successive modifiche nel tempo, tra le quali la n. 16190, in materia di intermediari, la n. 16191 in materia di mercati di mercati, la n. 11971, concernente la disciplina degli emittenti. Le citate delibere sono state oggetto di modifica da parte della CONSOB e il testo aggiornato è disponibile sul sito www.consob.it, sezione Regolamentazione TUF e Regolamenti CONSOB. Infine, con Provvedimento del 29 ottobre 2007 è stato adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob un regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, il “Regolamento Congiunto Consob - Banca d'Italia”, da ultimo, modificato con Provvedimento del 23 Dicembre 2016 adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob²⁷.

²⁷ <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/regolamenti/20120508/Provvedimento-mod-reg-gest-coll.pdf>

1.5 Le SGR

Col D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.u.f.)²⁸, il legislatore ha introdotto nell'ordinamento italiano – delineandone fisionomia e funzioni – la SGR come impresa di intermediazione, surrogando la società di gestione dei fondi comuni di investimento di cui alla l. n. 77/1983. Secondo una certa dottrina tale intervento è stato foriero di un'importante novità poiché la disposizione ex lettera a), comma 2, art. 33 T.u.f., rimuove un principio strutturale del sistema 'intermediazione finanziaria' fortemente caratterizzato, da un preciso, puntuale regolamento di 'confini'²⁹. Le SGR, come si evince dalla lettura della raccolta normativa, sono deputate alla consulenza in materia di investimenti, gestendo patrimoni sia 'in monte' (servizio di gestione collettiva del risparmio), sia portafogli di investimento a titolo individuale (ovvero, su base discrezionale: cd. 'modello del gestore unico'). Il loro spettro funzionale o 'raggio d'azione', comunque, include ulteriori prestazioni: a) istituire e gestire 'fondi pensione'; b) svolgere attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia³⁰,

²⁸ "Il carattere innovativo della disciplina inerente al T.u.f. si coglie almeno sotto un duplice profilo: quello della tecnica legislativa e quello dell'ambito operativo dei gestori 'in monte'. Sub primo respectu è necessario ricordare che il nostro ordinamento aveva introdotto specifici modelli, legislativamente tipizzati, di fondi comuni, imponendo regole precise, peculiari per le rispettive gestioni. Seguendo principi di de-specializzazione legislativa di questa categoria di investitori istituzionali e di appropriate forme di delegificazione – che evitassero le rigidità imposte dalla fonte di rango primario per le regole di gestione -, il Testo Unico ha previsto un modello organizzativo unitario minimo, demandando la disciplina delle modalità di gestione ad altre fonti istituzionali. Il Legislatore si limita a ribadire la struttura trilaterale del fondo, imperniata sulla SGR, sulla banca depositaria e sui diritti (essenzialmente all'informazione e alla liquidazione delle quote) dei partecipanti; la restante disciplina dei fondi è rimessa alla norma regolamentare e, nell'ambito fissato da questa, all'autonomia privata" AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013, p. 777

²⁹ "Il Testo Unico, nell'ambito delle disposizioni relative agli intermediari, regola due tipologie di gestione: la gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; la gestione collettiva del risparmio, riservata alle SGR e alle SICAV (art. 33, comma 1, T.u.f.). l'innovazione sostanziale introdotta dal T.u.f. riguarda il superamento della separazione fra i servizi di gestione individuale e collettiva per effetto della possibilità di accentrare ambedue le tipologie gestorie presso un unico, inedito intermediario, la SGR appunto, che risulta abilitata a prestare il servizio in parola sia su base individuale che collettiva. Nella recente impostazione normativa, questo rappresenta un *quid novum*, dato che con le SGR si introduce, per la prima volta, nell'ordinamento nostrano, la figura del gestore unico, così come auspicato dagli operatori del settore e dal legislatore comunitario [...]. La disciplina della gestione 'in monte' risulta, quindi, 'rivoluzionata' rispetto alla normativa previgente, con l'estensione dell'operatività delle SGR e delle SICAV anche ai crediti e, in generale, a tutti i beni (mobili e immobili); in definitiva, possiamo dire che la regolamentazione primaria rinuncia all'individuazione dell'oggetto dell'investimento, e si pone come «cornice flessibile dell'attività gestoria in senso lato». In altri termini, nel Testo Unico si assiste ad una traslazione radicale dell'oggetto di riferimento della disciplina della gestione collettiva del risparmio dai prodotti di investimento all'attività di gestione stessa, tanto che gli obiettivi di economicità nell'esercizio di tale attività sono adesso perseguibili attraverso la flessibilità delle soluzioni organizzative" R. Caparvi, *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2003, pp. 283-285 *passim*

³⁰ Il provvedimento Banca d'Italia 23 dicembre 2016, Titolo II, cap. III, stabilisce: «Le SGR possono esercitare attività connesse con quelle di gestione svolte. È connessa l'attività che consente di promuovere e sviluppare l'attività principale

sentita la Consob; c) prestare servizi accessori di custodia/amministrazione di strumenti finanziari, pertinenti alle quote di OICR; d) commercializzare quote o azioni di OICR gestiti ai terzi, in ossequio alle regole di condotta fissate dalla Consob, sentita la Banca d'Italia; e) prestare il servizio di ricezione/trasmissione di ordini. Nei prospetti informativi e nei *report* periodici, obbligatori per legge, le SGR devono 'annotare' i rendimenti dei fondi che vengono confrontati – in termini assoluti e relativi – con quelli di un prefissato *benchmark*. Solitamente, suddetto parametro di confronto è costituito da un indice di mercato o da un insieme di più indici, debitamente rappresentativi della congiunzione rischio/rendimento pertinente al fondo. Siffatta 'comparazione' fornisce all'investitore discreti elementi valutativi sulla proficuità o meno di un fondo in relazione al mercato; inoltre giustifica una differenza tra fondi 'passivi' e fondi 'attivi'. I primi basano il loro operato sul presupposto che i mercati siano assolutamente efficienti e, dunque, che i titoli incorporino nel loro prezzo tutte le informazioni disponibili. In questo contesto l'unica possibilità per il gestore è replicare il trend del mercato, avendo cura di eseguire un'elevata diversificazione onde annullare il rischio specifico. Lo scopo del fondo a gestione passiva è quello di riprodurre, in toto, le *performance* del *benchmark* tramite un'analisi e una composizione di portafoglio *on the long run*, processo definito *strategical asset allocation*. La gestione attiva dei portafogli, invece, modifica la prospettiva di partenza: si ipotizza che il mercato sia inefficiente e che non tutte le informazioni 'strategiche', degne cioè di rilievo, siano incorporate nei prezzi. In questo caso, il gestore adotta uno stile operativo 'assertivo'. Il processo in esame – denominato *tactical asset allocation* – presuppone un turnover dinamico dei titoli di portafoglio nel tempo: sostanzialmente, non si individua una composizione di medio/lungo periodo, ma si cerca di sfruttare, *on the short time*, la sottovalutazione dei mercati per lucrare vantaggi, battendo le prestazioni del

esercitata. La sussistenza della connessione deve risultare da apposita delibera motivata, assunta dall'organo con funzione di supervisione strategica della SGR». Sono escluse dal novero delle attività connesse – e, quindi, non espletabili dalle SGR – le operazioni concluse dalle imprese in contropartita diretta con i fondi comuni gestiti o 'curati' da società del proprio gruppo di appartenenza. Le attività strumentali, invece, elencate descrittivamente – e, dunque, non tassativamente –, sono quelle aventi carattere ausiliario e funzionale rispetto alla gestione dei beni di cui sono investiti gli OICR, quali: le operazioni necessarie al corretto adempimento degli obblighi del mandatario; l'attività di amministrazione dei beni immobili e la consulenza immobiliare; la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e questioni annesse; la consulenza e i servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese

benchmark. Due strategie vengono ‘messe in campo’ per effettuare una gestione attiva: a) *market timing*, consistente nell’identificare il momento più propizio per entrare in una determinata classe di investimento; b) *stock picking* o *security selection*, consistente nell’individuare i singoli titoli che, in un certo momento, risultano maggiormente ipo- o iper-stimati dagli altri, sfruttando facendo leva sull’inefficienza del mercato in merito al loro valore. Quest’ultimo approccio si può sviluppare attraverso due modalità principali: le *momentum strategies* e le *contrarian strategies*. Le prime consistono nell’acquisto di quei titoli caratterizzati da un trend al rialzo e, contestualmente, nella vendita di titoli in ‘declino’, sulla base di un principio di correlazione positiva dei prezzi. Le seconde, invece, prediligono l’acquisto dei titoli quando i prezzi scendono molto e la vendita quando questi salgono notevolmente, confidando che il mercato reagisca ‘esageratamente’ alle nuove informazioni. Abbinando le osservazioni sull’andamento dei prezzi alle analisi sugli indicatori economico-finanziari dei titoli, è possibile perseguire strategie di crescita - che cercano di trarre vantaggi dalle fasi ‘euforiche o ‘deprese’ del mercato – e strategie *value*, che mirano all’acquisto di titoli particolarmente sottostimati.

1.6 Il fondo comune di investimento: uno ‘sguardo’ definitorio

La definizione del fondo in parola si rinviene nell’art. 1, comma 1, lett. j), T.u.f., modificato dal Legislatore contestualmente al recepimento della Dir. 2011/61/UE, con una disposizione molto semplificata rispetto a quella previgente. Nell’anteriore disciplina il fondo comune veniva identificato col “patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte, nell’interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi”, mentre, attualmente, viene qualificato come “l’OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote e gestito da un gestore”³¹. A tal fine, rientrando nel genere degli OICR e costituendo l’oggetto del servizio di gestione collettiva del risparmio, gli elementi qualificanti il fondo comune si desumono, oggi, dalla congiunta lettura della ‘recente’ definizione di OICR (di cui all’art. 1, comma 1, lett. k), T.u.f.)³² e di gestione collettiva del risparmio (di cui all’art. 1, comma 1, lett. n, T.u.f.). Da tale sinossi è possibile dedurre: a) la gestione ‘in monte’ del patrimonio del fondo e dei relativi rischi nell’interesse degli investitori e in autonomia dei medesimi; b) il carattere collettivo della collazione di patrimoni tra una molteplicità di investitori, ‘messa a frutto’ in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni, altri beni (mobili e immobili), in base a una predeterminata politica di

³¹ La nozione di fondo comune è stata, così, modificata dall’art. 1, D. Lgs., 4 marzo 2014, n. 44

³² L’OICR viene definito come “l’organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l’emissione e l’offerta di quote o azioni, gestito ‘in monte’ nell’interesse degli investitori e in autonomia dei medesimi”; “La nozione generale di organismo di investimento collettivo del risparmio trae, oggi, la propria origine dall’ordinamento comunitario, il quale è venuto nel tempo articolandosi in due discipline che corrono, per così dire, parallele l’una rispetto all’altra: da un lato, quella più risalente, rappresentata dall’originaria Direttiva 85/611/CEE (cd. Direttiva ‘UCITS’) e dalle sue successive modifiche e integrazioni; dall’altro, quella più recente, rappresentata dalla Direttiva 2011/61/UE, relativa ai cosiddetti ‘OICR alternativi’. L’ordinamento europeo ha conosciuto, nella materia di cui si discute, un andamento fortemente asincrono: se, infatti, la primigenia disciplina della gestione collettiva, risalente al 1985, costituisce uno dei primissimi esempi di quello che, successivamente, sarebbe diventato il complesso tessuto della *securities regulation* comunitaria, la Direttiva 2011/61/UE rappresenta, per molti aspetti, un intervento quasi tardivo di un legislatore che si pone l’obiettivo di completare – forse un po’ troppo frettolosamente – la disciplina comunitaria del settore, colmando il lungo ritardo accumulato dopo il primo, significativo, intervento” F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, EGEA S.p.A., 2017, pp. 1-2

investimento. Suddetta nozione rimarca, conformemente al quadro normativo comunitario, la funzione economica del fondo e l'autonomia delle scelte gestionali effettuate dalla SGR. In particolare, il fondo comune costituisce uno strumento in virtù del quale una platea di risparmiatori può impiegare la sua liquidità per comporre un patrimonio (comune e indiviso), nonché autonomo³³, eterogeneo, destinato ad essere gestito da un 'attore' specializzato (la SGR), con imputazione dei risultati della gestione ai partecipanti al fondo, nella misura della quota sottoscritta o acquistata da ciascuno, in modo tale da rendere possibile, per ognuno di essi, un'adeguata diversificazione dei rischi inerenti all'investimento effettuato. L'investitore, pertanto, non affida al gestore un patrimonio che resta 'dissociato' da quello di altri investitori; nel fondo, infatti, la 'dote' del singolo va a confondersi in una 'massa sostanziale', un patrimonio unico verso cui confluiscono anche gli investimenti degli altri soggetti partecipanti al fondo. Declinata secondo la tipologia 'in monte', l'attività gestoria del fondo comune avviene tramite criteri standardizzati: l'interesse perseguito dal gestore coincide con quello 'collettivo' dei partecipanti al fondo che, dunque, non hanno alcuna facoltà di intromissione individuale nella 'conduzione' del patrimonio e alcun rapporto interlocutorio col gestore. Lo svolgimento in forma 'spersonalizzata' e secondo criteri prefissati unilateralmente dal gestore (in ciò si ravvisa l'essenza della gestione 'in autonomia') fa sì che nella gestione 'in monte' vengano 'bypassate' le esigenze personali del singolo investitore, diversamente da quanto si verifica nella prestazione del servizio di gestione di portafogli, poiché l'interesse del cliente viene 'assorbito' in

³³ "Più recentemente è stata avanzata in giurisprudenza la tesi della natura del fondo comune quale patrimonio 'autonomo', dotato di propria soggettività giuridica, che rende la ricostruzione maggiormente aderente all' 'essenza' dei fondi di investimento, «in ragione dei due elementi che più profondamente caratterizzano i fondi comuni di investimento: la 'doppia separazione' sia dal patrimonio dei partecipanti, che dal patrimonio della SGR; la destinazione dei beni inclusi nel fondo (conferiti dai partecipanti) all'investimento avente le connotazioni descritte nel regolamento». In particolare, il ragionamento alla base di tale impostazione si articola lungo due direttrici principali: in primo luogo, l'impossibilità di qualificare la posizione della SGR nei confronti del fondo come diritto di proprietà: l'attività della società di gestione che si estrinseca sul fondo e sui beni dello stesso è, infatti, «vincolata nel fine, nel metodo e nella responsabilità», mancando così l'autonomia di disposizione dei beni che costituisce una delle caratteristiche del diritto di proprietà quale «diritto di godere e di disporre in modo pieno ed esclusivo del bene», ai sensi dell'art. 833 c.c. In secondo luogo, vi è la presenza di alcuni riferimenti normativi che forniscono indicazioni precise circa la sussistenza di una soggettività propria del fondo: l'art. 36, comma 6, T.u.f., che prevede la responsabilità del fondo «col proprio patrimonio» in relazione alle obbligazioni contratte per suo conto; l'art. 6, comma 1, L. n. 183/2011, che ammette la possibilità per il fondo di «acquistare beni immobili»; il nuovo art. 57, T.u.f., che ammette i fondi comuni di investimento alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla SGR che li gestisce" E. Guffanti- P. Sanna, *Le quote di partecipazione ai fondi comuni*, p. 470, 5lex.it

quello facente capo alla pluralità dei partecipanti che optano una determinata strategia di gestione. Stando così le cose, i soggetti gestiti godranno *pro quota* – e paritariamente – di un risultato comune del *management*, in ossequio al principio della ripartizione dei rischi/benefici, sopportando un eventuale decremento del valore e appropriandosi dell'eventuale incremento senza, tuttavia, che possa assumere rilievo il profilo personale di ciascuno. I partecipanti al fondo non godono delle prerogative gestorie di una situazione di appartenenza 'piena', e non possono vantare alcuna pretesa sui beni che costituiscono il fondo avendo, esclusivamente, diritto al rimborso della quota, sotto forma di liquidazione di una somma di denaro. Ciò premesso, risulta palese che la competenza funzionale riconosciuta alla SGR (gestoria/organizzativa/istitutiva) si giustappone a quella di mera amministrazione votata, sostanzialmente, all'esecuzione di atti con finalità conservativa. Col recepimento nell'ordinamento nostrano della Dir. AIFM è venuta meno la separazione tra SGR 'promotrici' e 'gestionali'. Infatti la definizione 'aggiornata' di gestione collettiva del risparmio (presente nel T.u.f.) non contempla più il riferimento al paradigma 'promozione, istituzione, organizzazione' dei fondi comuni di investimento, amministrazione dei rapporti con i partecipanti, commercializzazione di quote o azioni di OICR propri, ossia l'ensemble di attività costitutive del servizio stesso. Con la perdita di suddette distinzione, quindi, è venuta meno per le SGR la possibilità di separarle in due categorie per incompatibilità di tale schema col disposto dell'art. 5, par. 1, Dir. AIFM, secondo cui "gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva". In particolare, nello 'spirito' dell'attuale disciplina è previsto che la gestione del fondo spetti alla SGR che lo ha istituito o alla SGR subentrata nella gestione. In tal caso, il regolamento configura le ipotesi di sostituzione del gestore e le procedure da seguire onde evitare soluzioni di continuità nell'adempimento dei compiti agli stessi assegnati e che l'efficacia della sostituzione rimanga in *stand by* sino a che un'altra SGR non sia subentrata nello svolgimento delle funzioni eseguite dalla società sostituita. Ciononostante, si riscontra la persistenza dell'attività di amministrazione e commercializzazione di quote o azioni

di OICR fra quelle esercitabili nel rivisitato Titolo III, Capo I, T.u.f. e la ‘stabile’ natura qualificativa inerente a queste attività tipiche del servizio gestionale³⁴ ‘a monte’, sebbene il riferimento all’attività organizzativa e istitutiva dell’OICR risulti, ora, assente nella definizione di gestione collettiva del risparmio. Alla molteplicità di prestazioni corrisponde, dunque, un’articolazione (strutturale e organizzativa) che prevede il coinvolgimento di più soggetti, a cui vengono attribuiti differenti funzioni legate allo svolgimento del servizio. Oltre agli investitori che, come partecipanti al fondo, rappresentano il referente sostanziale della complessiva attività gestoria, gli altri soggetti coinvolti sono la SGR e il depositario, a cui la legge affida la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo. L’attività di ‘conduzione’ di un fondo soggiace a riserva di legge in favore della SGR, previa approvazione concessa dalla Banca d’Italia, sentita la Consob e conseguente iscrizione in un apposito albo che, dopo il recepimento della Dir. AIFM, risulta distinto in più sezioni dove vengono ‘registrate’ le SGR autorizzate a gestire gli OICVM e le SGR autorizzate a gestire FIA. L’art. 34, comma 2, T.u.f. rileva l’ossequio di una sana e prudente gestione quale criterio cardinale per l’esercizio di gestione collettiva del risparmio. L’istituzione del fondo esige, preliminarmente, la deliberazione di un ‘regolamento’ da parte della SGR. Tale documento definisce, in relazione a ciascun fondo comune, le relative caratteristiche, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, la ripartizione delle mansioni tra i suddetti ‘attori’, i rapporti intercorrenti tra costoro e i partecipanti al fondo³⁵. Per quanto concerne l’attività gestoria svolta dalla SGR devono essere indicati gli organi competenti per l’attuazione della politica di investimento. Il

³⁴ Secondo quanto previsto dal regolamento della Banca d’Italia del 23 dicembre 2016, “il servizio di gestione si connota principalmente per la finalità di valorizzare un dato patrimonio, perseguita mediante il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall’attività di investimento e disinvestimento dei beni in cui è investito il patrimonio [...]. Per quanto concerne la gestione dei rischi, al gestore è richiesto di valutare, prima dell’investimento e nel continuo, la coerenza delle singole operazioni e del portafoglio nel suo complesso con gli obiettivi della gestione e con i limiti prudenziali”

³⁵ Il regolamento stabilisce in dettaglio: a) la denominazione e la durata del fondo; b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità di emissione/estinzione dei certificati di sottoscrizione/rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo; c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi; d) il tipo di beni, strumenti finanziari e altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi; f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della SGR; g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla SGR e degli oneri a carico dei partecipanti; h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione;

regolamento “consente all’investitore la piena e agevole comprensione delle caratteristiche del fondo e le condizioni contrattuali”. Esso viene predisposto, unilateralmente, dalla SGR per essere sottoposto all’approvazione della Banca d’Italia, sentita la Consob. Fermo restando il contenuto minimo inderogabile e i criteri generali di redazione fissati dall’*Authority* di vigilanza, nella prassi le SGR adottano, in sede di stesura del documento in parola, schemi generali avallati, preventivamente, dalla Banca d’Italia tenuto conto dei seguenti elementi: le varie tipologie di fondo, il *cluster* degli investitori, le regole di funzionamento del fondo. Si tratta di schemi ‘riconosciuti’ poiché ritenuti compatibili con le vigenti disposizioni della Banca d’Italia e per i quali l’*iter* amministrativo di ‘delibazione’ e di modificazione risulta semplificato³⁶. Dopo l’approvazione del regolamento la SGR può procedere al reperimento del risparmio fra il pubblico, mediante *placement* dei certificati di partecipazione e in deferenza alla disciplina in tema di appello al pubblico risparmio. L’attività gestoria include qualsiasi atto utile a valorizzare il fondo (regole legislative, norme di vigilanza, clausole regolamentari). La SGR mobilita le somme dei partecipanti nei beni – in accordo alle indicazioni del regolamento – dinamizzando i patrimoni conferiti al gestore tramite debite acquisizioni, alienazioni e ogni operazione ritenuta opportuna nell’interesse della collettività dei partecipanti. Volendo ricostruire il fenomeno gestorio alla luce delle sue peculiarità, si può sinteticamente evidenziare che, col proprio apporto, il partecipante destina al fondo comune un bene che, considerato nel suo valore strumentale allo svolgimento di un’attività *target oriented* a beneficio dei partecipanti, non può essere, in alcun caso, impiegato per il soddisfacimento di interessi diversi o riferibili alla SGR nonché a terzi. In tal modo, emerge nitidamente dalla disciplina la ‘funzionalizzazione’ della gestione affinché il fondo realizzi le finalità per cui è normativamente prevista la sua costituzione.

³⁶ Nonostante la notevole ‘amministrativizzazione’ della relativa disciplina, la dottrina maggioritaria ritiene che tale documento sia un dispositivo di diritto privato, inteso a disciplinare, il vincolo negoziale di partecipazione al fondo che viene a instaurarsi fra la SGR e i partecipanti

1.7 I fondi comuni di investimento immobiliari

I fondi comuni di investimento immobiliare rappresentano una peculiare forma di ‘mobilitazione’ della ricchezza ‘statica’, attuata mediante il frazionamento di investimenti (di elevato ammontare) in quote di partecipazione al fondo di valore unitario contenuto. Il fenomeno inerente alla genesi e al ‘successo’ di tali strumenti costituisce uno degli esiti ‘naturali’ di più generali dinamiche economico-sociali quali: l’evoluzione, per differenziazione, della coniugata mercato/risparmio, la concentrazione/centralizzazione del capitale, formazione di grandi gruppi ‘misti’ operanti sui mercati internazionali, la ‘finanziarizzazione’ che incide sul sistema produzione/profitto. In altri termini, banche, assicurazioni, società di gestione del risparmio e fondi sono, attualmente, gli autentici protagonisti di questo immane meccanismo che raccoglie i capitali da più ‘interlocutori’ (privati, imprese, enti pubblici), li ‘condensa’ e li convoglia verso investimenti eterogenei. “Dopo una prima fase di sostanziale omogeneità tra i prodotti proposti dalle singole SGR, diversi sono oggi i caratteri che consentono di distinguere tra loro i fondi immobiliari: la modalità di costituzione, gli investitori di riferimento, la composizione del patrimonio, l’*asset allocation* immobiliare, il grado di leva finanziaria, la modalità di distribuzione dei proventi, la durata. È possibile, quindi, registrare sul mercato il crescente sviluppo di prodotti diversificati dal punto di vista del profilo rischio/rendimento, in grado di soddisfare le specifiche esigenze di investimento dei vari segmenti di clientela [...]. Seguendo una prospettiva storica, è possibile ricordare come la normativa che ha regolato l’istituzione dei primi fondi immobiliari italiani prevedeva poche tipologie giuridiche di prodotti, con una disciplina in parte differenziata”³⁷. La locuzione ‘mercato finanziario’ assume un significato piuttosto definito per gli economisti, denotando il luogo, l’organizzazione, l’istituzione nel cui ambito vengono effettuate negoziazioni di titoli a lungo termine. In questa cornice la funzione essenziale assolta,

³⁷ C. Cacciamani (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati. Seconda edizione*, EGEA S.p.A., 2012, p. 1

complessivamente, dal sistema finanziario è quella di garantire il collegamento tra imprese e risparmiatori, nel rispetto dei principi sanciti dalla Costituzione³⁸. Negli ultimi tempi si è verificata un'evoluzione del sistema di finanziamento dell'impresa: da un'impostazione classica si è passati, progressivamente, a forme di finanziamento ottenute con emissione e negoziazione di strumenti finanziari³⁹, attingendo direttamente dai risparmiatori tramite il mercato dei titoli. Il mercato finanziario – luogo di raccolta e di gestione del risparmio – è storicamente contraddistinto da una dialettica tra due opposte istanze di politica legislativa ed economico-sociale: da un lato, evitare una ridondanza normativa e regolamentare – implicante la ‘paralisi’ del mercato; dall'altro, offrire ai risparmiatori una protezione qualitativamente adeguata per preservare la fiducia che gli stessi ‘investono’ nell'integrità e nel puntuale funzionamento del mercato. Il compito del legislatore, dunque, è quello di configurare un assetto disciplinare che sappia conciliare suddette esigenze, muovendo dalla consapevolezza che l'attività di intermediazione finanziaria va promossa e valorizzata perché essenziale allo sviluppo di una moderna economia di scambio; economia che, per la sua intrinseca vulnerabilità e connaturata rischiosità non può essere lasciata integralmente alla stabilità del sistema, esigendo, invece, un intervento di eteroregolamentazione finalizzato alla tutela di interessi individuali e collettivi previamente selezionati.

I fondi in esame esordirono nell'ordinamento nostrano in virtù della Legge 25 gennaio 1994, n. 86. Ad oggi di suddetto *corpus* normativo rimane vigente solo l'art. 14-*bis* che disciplina la *species* ‘ad apporto pubblico’: si tratta di fondi le cui quote sono sottoscrivibili – entro un anno dalla costituzione – ‘recando in dote’ beni immobili o

³⁸ La disposizione dell'art. 47 Cost. costituisce la suprema, autorevole legittimazione dell'intervento penalistico a garanzia non solo del c. d. ‘risparmio statico’, ma anche del c.d. ‘risparmio dinamico’, ossia di quella mole di liquidità che viene immessa nel mercato finanziario e da qui dirottata a sostegno dell'investimento nel capitale delle medie e grandi imprese, divenendo essa stessa fattore di sviluppo e produzione di ricchezza. In questo senso, la norma dell'art. 47 Cost. va interpretato come un *prius* dell'art. 41 Cost. poiché, al di là del disegno legislativo adottato dal Costituente, la protezione e l'incentivazione del risparmio diffuso o di massa è funzionale alla crescita della libera iniziativa economica

³⁹ “La nozione di strumenti finanziari comprende innanzitutto quelli di cui all'art. 1 comma 2 T.u.f ammessi alle negoziazioni o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, e, inoltre, qualsiasi altro strumento per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea (art. 180 comma 1 lett. a) T.u.f)” F. Sgubbi, *Le disposizioni generali*, in *Diritto penale del mercato finanziario*, CEDAM, 2013, p. 5

diritti reali immobiliari. Il ‘contributo additivo’ deve includere, per oltre il 51%, beni e diritti ‘forniti’ esclusivamente dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, da Regioni, da enti locali e loro consorzi, nonché da società possedute per intero (anche indirettamente) dagli stessi soggetti. L’altra tipologia di fondi immobiliari preesistente all’emanazione del Decreto Legge 25 settembre 2001, n. 351, - recante “*Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*” – è quella dei fondi ‘a raccolta’ ovvero ‘ordinari’. La loro specificità risiede nel fatto che la SGR raccoglie, preventivamente, il denaro, la ‘liquidità’ dagli investitori (che sottoscrivono le quote mediante un *placement*) e, solo successivamente effettua gli investimenti. L’emanazione del Decreto n. 351/2001 e le posteriori modifiche al Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, 24 maggio 1999, n. 228 (“Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento”), in attuazione dell’art. 37 T.u.f., hanno introdotto in Italia il fondo immobiliare ‘ad apporto privato’ con la possibilità, dunque, che i conferimenti avvenissero anche da parte di soggetti estranei alla pubblica amministrazione o, addirittura, soci e ‘attori’ legati alla Sgr, in una situazione di conflitto d’interessi. Gli interventi legislativi hanno avuto una cadenza frequente: ultimo, in ordine cronologico, l’emanazione del Decreto Legge 31 maggio 2010, n. 78⁴⁰, convertito nella Legge 30 luglio 2010, n. 122, recante “*Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica*”; in particolare, l’art. 32, rubricato “*Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi*”, così come modificato dall’art. 8, comma 9, del Decreto Legge n. 70/2011, convertito nella Legge 12 luglio 2011, n. 106, “*Semestre Europeo. Prime disposizioni urgenti per l’economia*”. In realtà, il riassetto nel testo dell’articolo assume un rilievo non solo fiscale ma anche civilistico: infatti, è stata, in tal senso, diversamente

⁴⁰ “Sebbene il D. L. n. 78/2010 avesse una portata eminentemente fiscale – come si evince chiaramente dalla relazione illustrativa in cui è dato leggere che le modifiche alle norme in materia di fondi comuni di investimento sono «volte ad arginare il fenomeno dei fondi immobiliari cd. ‘veicolo’, contrastando l’utilizzo strumentale dei fondi comuni immobiliari a ristretta base partecipativa finalizzato al godimento dei benefici previsti dall’attuale normativa» - non può non rilevarsi come alcune modifiche siano destinate a incidere, anche con riguardo alla disciplina civilistica e regolamentare, su tutte le tipologie di fondi comuni di investimento” V. Cuffaro (a cura di), *Codice del consumo*, Giuffrè Editore, 2012, p. 1184

configurata la nozione dei fondi comuni di investimento – prevista dal T.u.f. – evidenziandone la funzione economica tramite la menzione delle loro caratteristiche. Appare utile, inoltre, richiamare la recente formulazione dei fondi immobiliari, introdotta all'art. 1, lettera *d-bis*, DM n. 228/1999 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (5 ottobre 2010, n. 197): “I fondi che investono esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa o rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di fondi immobiliari anche esteri”. I fondi immobiliari, ai sensi del secondo comma dell'art. 12-*bis*, Decreto n. 228/1999, devono investire almeno due terzi del proprio patrimonio nei beni di cui alla precedente definizione (cd. ‘investimento tipico’).

1.8 Criteri di classificazione dei fondi comuni d'investimento

Per aggirarsi nella densa selva degli strumenti in esame sono stati allestiti diversi criteri classificatori, calibrati su specifiche caratteristiche: modalità di funzionamento, fisionomia, bene oggetto di investimento collettivo (valori mobiliari, valori reali – *in primis*, immobili -, quote di altri OICR), l'appartenenza (o meno) dei potenziali sottoscrittori a determinate categorie. Prima di procedere ad una rapida disamina dei vari paradigmi occorre premettere la seguente considerazione generale. La natura 'aperta' o 'chiusa' del fondo è legata al differente atteggiarsi della posizione dei partecipanti rispetto al disinvestimento rilevando, peraltro, che suddetta natura incide sulla politica di investimento e viceversa. Nel fondo 'aperto', considerata la libertà di ingresso e di uscita, i partecipanti hanno il diritto di richiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote, secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo, mentre i partecipanti a un fondo 'chiuso' – data l'assenza di tale facoltà – hanno diritto a ottenere il rimborso delle quote solo a scadenze predefinite, coincidenti con il termine di durata del fondo, salvo che il regolamento contempri l'eventualità di un rimborso anticipato. Il diverso atteggiarsi del diritto alla liquidazione della quota si riflette sulla politica di investimento del fondo, ovvero sulla natura dei beni nei quali può essere investito il patrimonio. La costante esposizione alle 'petizioni' liquidatorie espresse dai partecipanti impone, infatti, l'investimento del patrimonio dei fondi 'aperti' in strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato e in depositi bancari di mercato nonché – entro la soglia del 20% - in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato; di converso, è richiesta l'adozione della forma 'chiusa' per investimenti non agevolmente liquidabili. La 'relazione biunivoca' fra tipologie di fondi e politiche di investimento si evince, d'altronde, anche dalle regole che impongono l'obbligo di adozione della forma 'chiusa' per i fondi che investono in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato (oltre il tetto del 20%), in beni immobili, diritti reali immobiliari o, ancora, in crediti e titoli rappresentativi di crediti o altri beni, diversi dagli strumenti finanziari o dai depositi bancari, per i quali

esista un mercato e che possiedano un valore esattamente determinabile e con una periodicità almeno semestrale, e in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 20%. Ne deriva che l'assenza di problemi di liquidità rende il fondo 'chiuso' l'ideale investitore istituzionale per il finanziamento mediante capitale di rischio di società non quotate.

Sotto un profilo strutturale si configurano, descrittivamente, le seguenti specie:

- a) fondi comuni di investimento mobiliare aperti: sono caratterizzati dalla presenza di un capitale variabile, e dal continuo ingresso/uscita dei partecipanti al fondo mediante la sottoscrizione di nuove quote di partecipazione o il riscatto delle quote detenute;
- b) fondi comuni di investimento mobiliari chiusi: disciplinati dalla legge n. 344 del 14/08/1993, modificata dal D. Lgs. n. 58/98, sono caratterizzati dalla presenza di un capitale fisso e da un 'tetto' massimo di quote partecipative sottoscrivibili dai risparmiatori; col raggiungimento di tale soglia la sottoscrizione delle quote si chiude. Nell'ipotesi che la società di gestione intenda incrementare il volume dei mezzi finanziari a disposizione del fondo, dovrà deliberare il *placement* di nuove quote, secondo una procedura assimilabile, in qualche modo, a quella prevista per gli aumenti di capitale delle società per azioni. L'istituzione di fondi chiusi è consentita alle società di gestione del risparmio e ciascun fondo in parola deve disporre di un proprio regolamento – col *placet* della Banca d'Italia – che individua le caratteristiche del fondo, stabilendo le direttive nel cui ossequio la società di gestione è abilitata a operare;
- c) fondi comuni di investimento immobiliari chiusi: sono regolati dalla legge n. 86 del 25/01/1994, parzialmente modificata dal T.u.f. La gestione del fondo viene affidata ad una società di gestione del risparmio: il patrimonio del fondo deve essere raccolto tramite una singola emissione di quote – di pari valore unitario – da sottoscrivere entro il termine massimo di un anno a decorrere dalla data del nulla osta (concesso dalla Consob) alla pubblicazione del prospetto informativo. La durata del fondo non può essere inferiore a dieci anni e superiore ai trenta.

Le direttive europee – la 85/611/CEE⁴¹ e la 220/88/CEE, recepite nel nostro ordinamento col D. Lgs. n. 83/92 – per la prima volta hanno allestito una disciplina comune di ‘respiro europeo’ contenente una serie di *basic rules* valide per tutti gli Stati membri in merito alla trasparenza informativa verso il risparmiatore e alle normative in tema di vigilanza e concentrazione dei rischi. I fondi aderenti a queste normative vengono, solitamente, denominati ‘armonizzati’, in giustapposizione a quelli ‘non armonizzati’ – istituiti con regolamento del Ministero del Tesoro del 25 maggio 1999, n. 228 e provvedimento della Banca d’Italia del 20 settembre 1990, caratterizzati da una maggiore libertà di investimento del patrimonio raccolto. Ad essi, infatti, non si applicano i vincoli e le ‘restrizioni’ previste dalla disciplina comunitaria per i fondi armonizzati. Tale categoria include i fondi speculativi, i fondi riservati e i fondi di fondi. Il cd. *Hedge Fund* costituisce un organismo di natura privata, concepito come profilo strutturale ulteriore rispetto sia alla tradizionale dicotomia fondi aperti/chiusi, sia all’oggetto di investimento. Si tratta di fondi non armonizzati, con soglia minima di sottoscrizione pari a un milione di euro, il cui gestore, in deroga alle norme prudenziali sul contenimento del rischio previste dalla disciplina sugli OICR (provvedimento Banca d’Italia del

⁴¹ “La presente Direttiva (85/611/CEE) avvia l’armonizzazione delle normative degli Stati membri riguardanti alcune categorie di OICVM. Essa ha lo scopo di ravvicinare le condizioni per la presentazione sui mercati dei fondi OICVM e per l’esercizio delle attività di società di gestione degli OICVM. Gli OICVM interessati, sia di natura contrattuale (fondi comuni d’investimento gestiti da una società di gestione) sia aventi forma statutaria (società d’investimento), devono ottemperare ai seguenti requisiti: a) la loro unica attività consiste nell’investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari e/o in altre attività liquide; b) il principio della ripartizione dei rischi ne regola il funzionamento; c) le quote vengono riacquistate o rimborsate a carico delle attività di tali organismi” eur-lex.europa.eu; la “Direttiva 88/220/CEE modifica la direttiva 85/611/CEE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), per quanto riguarda la politica d’investimento di alcuni OICVM” eur-lex.europa.eu. “Lo scopo della normativa del 1985 era quello di uniformare a livello europeo le condizioni di concorrenza tra OICVM, garantendo così agli investitori una protezione coerente ed efficace. Essa ha avuto un ruolo fondamentale anche perché, per la prima volta nel mondo finanziario, si introduceva il principio del ‘mutuo riconoscimento’, principio in base al quale un OICVM autorizzato nello Stato membro di origine poteva commercializzare le proprie quote in altri Stati (purché membri della UE) senza ulteriore autorizzazione degli Stati ospitanti. Tuttavia, nonostante l’introduzione di tale importante Direttiva, il settore degli OICVM veniva comunque considerato come ‘refrattario’ alla realizzazione di un vero e proprio mercato europeo dei capitali, con l’abolizione delle restrizioni alla piena e libera circolazione delle quote degli OICVM. Per tale motivo, il Consiglio europeo, nel giugno del 1997, nonché la Commissione, nel maggio del 1999, ritennero che fossero maturi i tempi per adottare misure idonee ad allestire un mercato finanziario europeo integrato anche nel settore degli organismi collettivi di investimento. Fu così che il 21 gennaio 2002 vennero approvate dal Parlamento europeo e dal Consiglio le due nuove Direttive recanti modifiche alla Direttiva 85: la n. 2001/107/CE e la n. 2001/108/CE” P. Amato, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. Prime riflessioni*, marzo 2003, dirittobancario.it

20/09/1999), si prefigge di poter conseguire risultati positivi a prescindere dal *trend* dei mercati in cui opera. Tali fondi impiegano sofisticate tecniche di investimento, cercano di ottimizzare le *performance* e tutelano il portafoglio da eventuali ribassi/contrazioni del mercato ricorrendo all'apertura di posizioni speculative mediante vendite allo scoperto. I gestori di *hedge funds* perseguono il prioritario obiettivo di realizzare extra-rendimenti mediante l'assunzione di posizioni in ordine sovrapposto al mercato. La linea strategica di investimento viene definita *absolute return*. Tale tipologia di investimento offre profili di rischio e rendimento unici, certamente irrealizzabili dai gestori tradizionali. L'elevato grado di rischio del prodotto comporta, normativamente, notevoli limitazioni d'ingresso: la soglia è pari a 500.000 euro e, in pratica, riserva i fondi speculativi esclusivamente a investitori istituzionali, qualificati o a risparmiatori 'rentiers', ossia con disponibilità patrimoniali più che consistenti.

- d) fondi di fondi: si tratta di fondi non armonizzati aperti che investono, esclusivamente, in parti di altri OICR armonizzati. Tipologia introdotta nel nostro ordinamento dal provvedimento della Banca d'Italia del 20/09/1999. Anoverano nel loro portafoglio non titoli o altri strumenti finanziari, ma quote di altri fondi e di SICAV. I vantaggi di investire in simili prodotti sono duplici: da un lato, essi consentono una diversificazione radicale, profonda delle posizioni assunte dall'investitore, potendo impegnarsi in fondi eterogenei per classe di titoli, settori, ecc. dall'altro, permettono di entrare in posizioni solitamente non accessibili attraverso i consueti canali;
- e) fondi riservati: fondi non armonizzati (aperti o chiusi), anch'essi disciplinati da recenti disposizioni (D. Min. Tes. 228/99 e provv. Banca d'Italia 20/09/1999), alla cui sottoscrizione possono accedere unicamente investitori qualificati che derogano alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio. Per un'esigenza di maggior chiarezza nel 2003 Assogestioni ha istituito e promosso una classificazione dei fondi basata sui seguenti criteri: destinazione

del loro patrimonio, sui profili di investimento e sul grado di diversificazione del portafoglio. In tal modo sono state delineate macro-categorie di fondi mobiliari:

- a) fondi diversificati: investono in titoli di società che appartengono a settori eterogenei e/o a Paesi diversi;
- b) fondi specializzati: investono in titoli di società appartenenti a un settore esclusivo (specializzazione economica), a un solo Paese o a un'unica area geografica;
- c) fondi comuni azionari: sono caratterizzati da un prevalente investimento in titoli azionari, intesi a soddisfare esigenze di crescita patrimoniale più rapida, esponendo l'investitore a un maggior livello di rischio;
- d) fondi comuni bilanciati: sono caratterizzati dalla ricerca di un tendenziale equilibrio tra investimenti a reddito fisso e quelli a rendimento variabile. L'investimento riguarda un mix di titoli nazionali ed esteri, con una quota azionaria compresa tra il 10% e il 90%. La prevalenza dell'una o dell'altra forma di investimento è funzione delle politiche di gestione perseguite e dal *trend* congiunturale dei rispettivi mercati. Non esibiscono peculiari vincoli e ben si associano a investitori che bramano una crescita del capitale, in *decursu temporis*, con rendimenti superiori a quelli del fondo obbligazionario e con una volatilità maggiore a motivo della componente azionaria. Sono suddivisi in tre categorie in base alla percentuale investita in azioni;
- e) fondi comuni obbligazionari: risultano a 'media rischiosità' poiché non possono investire in azioni a meno che non siano fondi misti (per un tetto massimo del 20% in azioni), oppure non siano azioni rivenienti da conversione dei *bond* presenti in portafoglio (ma a patto che il loro ammontare complessivo non superi il 10% del patrimonio e che siano vendute il prima possibile a beneficio degli investitori). Hanno un 'medio' *holding period* consigliato (intorno ai 3-5 anni), nel quale ottengono, generalmente, remunerazioni superiori rispetto ai fondi di liquidità sopportando, tuttavia, una volatilità tanto maggiore quanto più elevata è la

*duration*⁴² e quanto maggiore risulta l'esposizione al rischio di cambio. Sono previsti 16 *sub-cluster*, suddivisi in base al rischio di mercato e a quello di credito;

- f) fondi monetari e di liquidità: investono tutto il loro patrimonio in obbligazioni e liquidità. Gli strumenti finanziari detenuti devono possedere un rating necessariamente pari o superiore ad A (S&P), A2 (Moody's) o equivalente se assegnato da altra agenzia indipendente. La *duration* è contenuta entro i sei mesi e non si possono adottare misure per coprire il rischio di cambio. Sono fondi indicati per orizzonti temporali molto brevi (1-2 anni) e il loro rendimento è in linea con quello dei Buoni Ordinari del Tesoro, con un rischio associato molto basso. La loro divisione in quattro categorie è basata sulla valuta di emissione di titoli in portafoglio;
- g) fondi flessibili: sono caratterizzati dall'assenza di vincoli sia sull'*asset allocation* di base (azioni/obbligazioni), sia all'interno di ciascuna categoria (durata dei *bond* e/o del mercato monetario, area geografica o settore per le azioni)

Riguardo alle modalità d'impiego dei proventi un'ulteriore classificazione include:

- a) fondi comuni a distribuzione dei proventi: prevedono la periodica distribuzione (totale o parziale) ai partecipanti di utili rappresentati dalle varie forme di reddito maturate sui titoli detenuti nel portafoglio del fondo;
- b) fondi comuni ad accumulazione: il regolamento prevede un automatico e immediato reinvestimento dei redditi maturati dei titoli in portafoglio (sia degli utili derivanti dalle compravendite che degli interessi o

⁴² La *duration* è un indice sintetico che riunisce in unico valore la durata di un titolo obbligazionario e la ripartizione dei pagamenti derivanti da una o da un insieme di obbligazioni. Indica la media ponderata dei pagamenti di un *bond*, dove gli oneri di ponderazione di ciascun anno sono dati dai flussi di liquidità (*cash flow*) di quel lasso temporale attualizzato per il rendimento del titolo. Per sua natura, la *duration* costituisce anche un parametro approssimativo della volatilità di un titolo: quanto più essa risulta elevata, tanto maggiori sono le escursioni, oscillazioni di prezzo che subirà il titolo in seguito a una variazione dei tassi d'interesse

dividendi incassati sui titoli). I proventi, quindi, andranno integralmente a incrementare il valore delle quote.

Capitolo 2 - I Fondi Immobiliari e le politiche di gestione

Premessa

I beni immobiliari hanno sempre attratto gli investimenti dei risparmiatori grazie a due vantaggi essenziali: la loro natura di beni rifugio e la capacità di produrre un reddito periodico⁴³. Per contro hanno richiesto l'esborso di ingente liquidità per essere acquistati e l'espletamento di una serie di oneri amministrativi e fiscali. 'Puntando' su un fondo immobiliare, l'investitore può accedere a una tipologia di 'messa a frutto' molto specifica che consente di diversificare il portafoglio, delegando a un operatore professionale la gestione di un composito patrimonio con una 'spesa' finanziaria, tutto sommato contenuta. La diversificazione degli investimenti è necessaria per conferire vantaggi al portafoglio in termini di massimizzazione del rendimento e riduzione del rischio complessivo. Il successo di qualsiasi strategia di diversificazione deriva dalla capacità di creare un portafoglio di *asset* con correlazioni tra loro negative. Infatti, dal punto di vista statistico, è il nesso esistente tra gli eterogenei elementi presenti in portafoglio che incide sulla riduzione dei rischi, sia tra tipologie di beni immobili, sia tra le varie *asset class* finanziarie⁴⁴. Il fondo immobiliare opera in un' 'arena' che ha cicli differenti e più 'lenti' rispetto ai mercati azionari: le fasi di discesa e ripresa durano alcuni anni e permettono al gestore - in uno scenario caratterizzato da minore volatilità

⁴³ Nel novero di queste aspettative – che mirano a rendere appetibile tale sistema di reclutamento del risparmio - andrebbe incluso anche il recente 'esperimento' dei Piani Individuali di Risparmio estesi al settore immobiliare: "I PIR immobiliari ci sembrano una bella novità: sono strumenti che mancavano nel panorama della gestione del risparmio, utili a portare nuova linfa al settore del *Real Estate*. La detassazione di rendite e plusvalenze li rende estremamente interessanti per investire cifre anche contenute e diversificare il portafoglio. Partendo dal proprio profilo di rischio, dalle risorse disponibili e dalle aspettative, possono essere un'opportunità per valorizzare i propri risparmi, investendo in un settore che ha ancora molto da offrire" Dai PIR nuova linfa all'immobiliare: opportunità per i risparmiatori, 7 dicembre 2017, <https://d-vision.it/>

⁴⁴ "a) Nell'attuale contesto di mercato, gli investitori, in primis quelli istituzionali, si interrogano su quali siano le *asset class* che consentano di mantenere e generare valore nel tempo; b) È emersa inoltre l'esigenza di poter investire in prodotti che non vengano valutati solo in un'ottica di breve periodo, ma in *asset* il cui valore, con ragionevole certezza, non sia soggetto a violente fluttuazioni nel breve periodo ed aumenti nel lungo periodo; c) In particolare, in presenza di mercati turbolenti, alla logica del *total return* viene sostituita la logica dell'*asset liability management*, in cui gli investimenti vengono finalizzati a particolari obiettivi di lungo periodo". Nell'ambito dell'attuale congiuntura economica negativa, l'*asset class* immobiliare (sia per via diretta che indiretta tramite il ricorso ai fondi immobiliari) rappresenta un investimento particolarmente appetibile agli occhi degli investitori. Nell'ultimo decennio, i fondi immobiliari hanno gradualmente consentito agli investitori di assumere un'esposizione verso un'ampia gamma di segmenti immobiliari, tanto che il settore può essere considerato un'*asset class* su cui investire, al pari di categorie più tradizionali come azioni e obbligazioni" *Dopo la crisi la ricerca dell'"affidabilità": i Fondi Immobiliari come nuove opportunità per gli investitori istituzionali*, <http://www.itinerari prevideniali.it/>

- di poter agevolmente individuare il *timing* migliore per gli investimenti. Attraverso questo strumento il risparmiatore privato partecipa all'andamento di un patrimonio costituito da numerosi beni distinti per generi, ubicazione, uso, senza la disponibilità dei capitali necessari all'acquisto diretto dell'immobile.

2.1 Tipologia dei fondi di investimento immobiliari

Nel corso degli ultimi decenni il *real estate finance* si è caratterizzato per un cospicuo ingresso dei fondi comuni di investimento immobiliari che impiegano il proprio 'accumulo conferito' sul cd. *brick market* per operazioni di 'sviluppo immobiliare'. Suddetti strumenti devono essere costituiti in forma chiusa, ovvero riconoscendo ai partecipanti il diritto al rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate - salvo la facoltà di introdurre dei peculiari meccanismi di emissioni successive o di rimborsi anticipati di quote. I fondi immobiliari sono catalogabili in base a differenti criteri: a) modalità di costituzione; b) tipologia dei sottoscrittori; c) politiche di remunerazione dei partecipanti. Sotto il primo profilo distinguiamo, macroscopicamente, i fondi ordinari ('a raccolta') e quelli 'ad apporto'. Nei primi l'investimento si realizza mediante la sottoscrizione delle relative quote, cioè raccogliendo preventivamente il patrimonio presso i sottoscrittori, e successivamente attraverso l'acquisto degli immobili da parte del fondo. Questi strumenti assumono configurazione chiusa o possono prevedere riaperture delle sottoscrizioni, ossia delle emissioni di quote successive alla prima. La connotazione 'chiusa' del fondo si spiega con la natura poco 'liquida' dell'oggetto di investimento che esige un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Nei fondi 'ad apporto' la partecipazione al capitale e, quindi, l'ingresso dei beni immobili nel patrimonio del fondo avviene mediante conferimento di beni immobili, di diritti reali immobiliari o di partecipazioni in società immobiliari, nonché degli ulteriori *asset* introdotti dal D. M. n. 197/2010. Nel caso delle operazioni di apporto, solitamente, gli immobili conferiti nel fondo sono, a loro volta, già 'appesantiti' di debito e da una corrispondente garanzia ipotecaria. In tale ipotesi verrà assegnato all'ente conferente un numero di quote del fondo pari alla differenza tra il valore di conferimento degli immobili e il debito allocato su tali beni. I fondi 'ad apporto' sono caratterizzati da un processo di costituzione inverso rispetto ai fondi immobiliari ordinari: a) un soggetto privato e/o pubblico conferisce gli *asset* al fondo (beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari), ricevendo in cambio delle quote

(fase immobiliare); b) le quote del fondo immobiliare assegnate all'apportante possono essere 'piazzate' sul mercato; in seguito all'alienazione delle quote il soggetto apportante riceve liquidità (fase finanziaria). Nel caso dei fondi 'ad apporto', quindi, il primo passo della costituzione è il conferimento dei beni immobili, diversamente da quanto avviene nei fondi 'a raccolta' nei quali il primo passaggio è il *placement* delle risorse finanziarie da investire. Nel caso dei fondi 'ad apporto' è necessaria una relazione di stima ad hoc redatta da esperti indipendenti per evitare una sopravvalutazione degli *asset* apportati al fondo. "Oltre che essere distinti sulla base della modalità di costituzione e della tipologia di investitori (*retail*⁴⁵ o riservati⁴⁶), i fondi immobiliari possono essere classificati in base al profilo di rischio che li caratterizza: a) fondi '*core*', costituiti da *asset* poco rischiosi, prevalentemente già locati, che offrono flussi di cassa costanti nel tempo; b) fondi opportunistici (o speculativi), spesso di durata più breve di quelli '*core*', con gestione particolarmente dinamica (in acquisto e vendita) del patrimonio immobiliare. Altre volte, infine, vengono distinti in ragione del settore di investimento: a) fondi 'generalisti', che investono in diversi tipi di *asset*; b) fondi 'specializzati', che investono in un specifico segmento di mercato (hotel/strutture turistico-ricreative, piattaforme logistiche, centri commerciali, etc.)"⁴⁷

Il fisiologico e corretto 'regime' di un fondo immobiliare dipende, essenzialmente, dalla sinergia di tre fattori: gestione, vigilanza, *governance*. Si tratta di attività che coinvolgono un *cluster* eterogeneo di soggetti.

a) attori interni: SGR, assemblea dei sottoscrittori, *Advisory Committee* (comitato consultivo)

⁴⁵ "Investitori professionali": i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici, nonché coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, ai sensi dell'art. 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, del TUF

⁴⁶ "FIA italiano riservato": il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39, "Testo Unico della Finanza (TUF)", art. 1, comma 1, lettera m-ter

⁴⁷ S. Bellintani, *Il mercato immobiliare dei centri commerciali*, FrancoAngeli s.r.l., 2010, pp. 68-69

b) attori esterni: *Autorithies* di controllo (Consob, Banca d'Italia, Banca depositaria, esperti indipendenti, *advisor*)

2.2 La gestione di un fondo comune di investimento

Il cardine dell'intero ciclo produttivo di un fondo immobiliare è la SGR che, pur senza 'compromettere' o attenuare la propria autonomia operativa, può avvalersi di propri delegati nell'assolvimento di specifiche funzioni. Nel suo ruolo di mandatario dei risparmiatori, tuttavia, la SGR mantiene la completa responsabilità sull'organizzazione e l'efficienza del ciclo produttivo, nonché sui risultati finali della conduzione⁴⁸. Per tal motivo la SGR, di solito, concentra la propria attenzione sulla funzione di *asset management*, oltre che sul coordinamento dell'intera attività, ossia sulla determinazione del portafoglio ottimale di beni e la successiva gestione dinamica del patrimonio del fondo, con particolare riferimento alle decisioni in merito alle operazioni di investimento/disinvestimento. Abitualmente ogni SGR si avvale di due categorie di collaboratori: soggetti imposti dalla regolamentazione a tutela degli interessi dei risparmiatori, e soggetti liberamente (ossia, su basi discrezionali) delegati all'adempimento di determinati incarichi. Tra i primi rivestono un ruolo preminente la Banca Depositaria - tenuta a controllare la regolarità delle transazioni sul conto corrente del fondo e la loro congruità al regolamento. La Banca Depositaria è l'ente in cui la SGR deposita le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari. Si occupa altresì di accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del Fondo, nonché la correttezza del calcolo del NAV pro-quota (*net asset value*) e il rispetto del regolamento di gestione in tema di frazionamento del rischio. L'esperto indipendente⁴⁹, rientra nella prima categoria di soggetti, ed ha il compito di aggiornare

⁴⁸ Il regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29/10/2007 stabilisce che le SGR istituiscono e mantengono funzioni di controllo permanenti, efficaci e indipendenti, fermo il principio di proporzionalità. In particolare: a) suddette funzioni devono disporre di autorità, risorse e competenze necessarie ad una loro piena attuazione; b) non vi deve essere subordinazione tra controllanti e controllati; c) i soggetti che esercitano le funzioni aziendali di controllo non partecipano alla prestazione dei servizi controllati; d) le funzioni aziendali di controllo devono essere separate sotto il profilo organizzativo; e) i meccanismi di remunerazione dei soggetti - titolari delle funzioni di controllo - non devono comprometterne l'obiettività. Il sistema dei controlli interni di una SGR è articolato in tre stadi: a) controlli 'di linea'; b) controlli di secondo livello; c) revisione interna

⁴⁹ "L'esperto indipendente è il soggetto responsabile della valutazione del patrimonio del fondo; svolge la sua attività in autonomia rispetto alla SGR ed è deputato a individuare, su base semestrale, il valore di mercato degli immobili e delle altre attività in cui è investito il fondo. Negli ultimi anni gli istituti di vigilanza (Banca d'Italia e Consob) hanno dedicato particolare attenzione all'attività degli esperti indipendenti e alla loro gestione da parte delle SGR focalizzandosi, in particolare, sulle modalità di selezione/gestione degli stessi e sulle metodologie di valutazione. L'esito delle analisi è

periodicamente la valutazione dei beni acquistati dal fondo per determinarne il concreto valore patrimoniale. Sul 'versante gestionale' la SGR si avvale di esperti indipendenti nominati dal suo consiglio di amministrazione e in possesso dei requisiti fissati dalla legge: a) iscrizione continua ("ininterrotta") - da almeno un lustro - in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità ad effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni di cui è investito il fondo, nonché dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali della SGR. Con scadenza semestrale provvedono ad esibire una relazione di stima del valore dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari di cui è investito il patrimonio del fondo, nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate. La relazione deve indicare la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili integranti il patrimonio del fondo, nonché di quelli posseduti dalle società immobiliari controllate dal fondo. La SGR richiede agli esperti indipendenti un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile che intende alienare, acquistare o che risulta essere oggetto di conferimento; inoltre, semestralmente, tutti gli immobili sono suscettibili di stima del *market value*. L'incarico conferito agli esperti indipendenti ha durata triennale. Esso, tuttavia, non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non sono decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione del precedente. A tal proposito, il comma 11 dell'articolo 17 del decreto del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 24 maggio 1999, n. 228, è sostituito dal seguente: "L'incarico di valutazione di cui al presente articolo non può avere durata superiore ad un triennio ed è rinnovabile una sola volta"⁵⁰, stante a quanto indicato nella normativa *ivi* citata, si introduce un elemento di sospensione tra il rapporto soggetto/società, al fine di assicurare un adeguato *turn over* ed evitare casi di conflitto di interessi⁵¹. Gli esperti indipendenti che determinano il *fair value* degli immobili devono operare con indipendenza, integrità ed obiettività. La valutazione del possesso dei requisiti minimi

confluito in una serie di raccomandazioni volte a incrementare il livello di trasparenza nel processo valutativo e il monitoraggio da parte della SGR dell'attività di valutazione" A. Ciaramella-O Troncone, *Asset Management. La gestione strategica dei portafogli immobiliari*, IlSole24Ore, 2012, p. 64

⁵⁰ Decreto 24 maggio 1999, n. 228, raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana

⁵¹ La SGR non conferisce l'incarico di esperto indipendente a soggetti che si trovano in situazioni tali da compromettere l'indipendenza, come indicato Decreto 24 maggio 1999, n. 228, art. 17, par 8, comma d

previsti dalla normativa⁵² è effettuata dal Consiglio di Amministrazione, il quale con propria delibera nomina l'Esperto Indipendente. Tra i soggetti più frequentemente utilizzati dalle SGR immobiliari, i quali potrebbero rientrare nella fattispecie di una situazione in conflitto di interessi, annoveriamo: gli intermediari *ad hoc*, responsabili per la ricerca e l'acquisto di nuovi immobili oppure la cessione dei beni del fondo⁵³; il *property*⁵⁴ e *facility*⁵⁵ *manager*, figure che svolgono attività di supporto rispetto a quanto di competenza della SGR; professionisti quali consulenti finanziari; il *project manager* per il controllo del buon andamento dei lavori, etc.⁵⁶ La SGR può articolare liberamente i propri livelli di delega interna nel rispetto, tuttavia, di un principio generale che concentra le principali decisioni in capo al consiglio di amministrazione. Un ruolo nel processo di *governance* spetta anche ai sottoscrittori del fondo che possono intervenire all'assemblea dei quotisti a cui l'attuale regolamentazione riserva alcune prerogative come quella di poter revocare il mandato della SGR⁵⁷; In sostanza, la partecipazione al fondo comune di investimento è di un contratto di 'gestione' o di 'investimento' che deriva dalla sottoscrizione delle quote da parte degli investitori in cui i termini dell'*accordo* sono stabiliti dal regolamento del fondo. Deriva che, le SGR

⁵² "Gli esperti indipendenti persone giuridiche devono possedere i seguenti requisiti:

- a) Nell'oggetto sociale deve essere espressamente prevista la valutazione dei beni oggetto dell'investimento del fondo;
- b) Una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intendono assumere."

Decreto 24 maggio 1999, n. 228, art. 17, par 6.

⁵³ "Nel caso di fondi costituiti tramite apporto di immobili da parte di soggetti in conflitto d'interessi col gruppo di appartenenza della SGR la normativa introduce la figura dell'intermediario finanziario a cui è richiesta una valutazione della compatibilità dell'operazione di apporto con la politica di gestione del fondo descritta nel regolamento di gestione. L'intermediario finanziario svolge, quindi, un'attività di analisi sul portafoglio immobiliare e nel relativo *Business Plan*, confrontandolo col profilo di rischio e rendimento del fondo e con i suoi obiettivi di investimento" p. 64

⁵⁴ Si occupa generalmente dell'amministrazione del portafoglio immobiliare di proprietà del fondo. Gestisce i contratti di locazione (stesura contrattualistica, rinegoziazione e adeguamento canoni, rapporti con conduttori morosi) effettua le operazioni di fatturazione e coordina gli incassi/pagamenti, effettua servizi di assistenza nella stipulazione delle polizze assicurative nonché gli adempimenti fiscali gravanti sull'immobile

⁵⁵ Si occupa della gestione fisica degli immobili del fondo quale: manutenzione ordinaria e straordinaria, servizi di vigilanza, pianificazione e gestione degli spazi.

⁵⁶ "Le SGR immobiliari sono generalmente dotate di una struttura organizzativa snella, adeguata al presidio delle attività di gestione ritenute strategiche. Nella gestione di un portafoglio di immobili vengono, quindi, delegate una serie di attività specialistiche di carattere amministrativo, tecnico o commerciale che sono, in genere, definite con la locuzione di servizi di *Property, Project e Facility Management*" A. Ciaramella-O Troncone, *Asset Management. La gestione strategica dei portafogli immobiliari*, IlSole24Ore, 2012, p. 64

⁵⁷ Cfr. MIOLA M., La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi, in Banca borsa e tit. cred., I, 299 ss.; ROPPO E., Investimento in valori mobiliari (contratto di), in Contr. impr., 261 ss.; GENTILE G., Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante, Padova, 1991, 33; FERRO-LUZZI P., Le gestioni patrimoniali, in Giur. comm., 1992, I, 50. Cfr., altresì, il risalente e tuttora rilevante contributo di LENER A.. Costituzione e gestione dei fondi comuni, in Foro it., 1985, V -16, 177 ss. e già in Le nuove leggi civ. comm, 1984, 398 ss.

sono svincolate dall'intromissione degli investitori riguardo la scelta delle strategie di investimento in materia di *asset allocation*, parallelamente è necessario rilevare la presenza delle aspettative degli investitori sull'incremento del valore della quota di partecipazione. Rilevando le tipicità di tale rapporto è possibile soffermarsi sulla natura giuridica del mandato conferito dall'investitore alla SGR⁵⁸, osservando che a quest'ultima competono poteri di influenza che in nessun modo i partecipanti al fondo comune possono esercitare⁵⁹. A tal proposito "Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione"⁶⁰. La società di gestione, a sua volta, ha la facoltà di incaricare soggetti esterni per l'esecuzione di specifiche mansioni. Generalmente si tratta di consulenti competenti per attività di natura tecnica, legale e fiscale restando l'*asset management officium* della SGR. Gli *advisor* esterni sono organi non disciplinati dalla legge di cui la società di gestione può, eventualmente avvalersi, per servizi di consulenza nei seguenti segmenti: a) gestione strategica ed economica degli immobili; b) ricerca e analisi di investimenti; c) *due diligence*; d) gestione amministrativa; e) *facility management*; f) progettazione e sviluppo di nuovi immobili. L'attività di gestione si esplica mediante l'esecuzione di compravendite e di ogni atto amministrativo ritenuto utile o idoneo a incrementare il valore del fondo nell'interesse dei partecipanti e per la distribuzione dei proventi a questi ultimi. L'unico limite di carattere generale incombente sulla SGR è l'ossequio

⁵⁸cfr. MIOLA M., La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi, cit., 317; TONELLI E., Le società di gestione del risparmio, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Torino, 1999, 28; LENER R., Commento all'art. 3, l. n. 77 del 1983, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984, 402; in senso contrario e, dunque, a favore dell'inquadramento del rapporto in un mandato tra partecipanti e s.g.r., cfr. FERRI JR., Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25.

⁵⁹cfr. BARTOLUCCI A., Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento, in *Quadrimestre*, 1984, 464

⁶⁰ Art. 37, co. 3, Testo Unico della Finanza.

delle norme legislative, delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza e delle previsioni contemplate dal regolamento del fondo.

Ricapitolando: "L'attività di gestione riguarda tutti gli aspetti operativi con riferimento alla definizione delle strategie di conduzione e la loro implementazione, le attività di *back office* e la gestione dei rapporti con gli investitori. La struttura organizzativa di una SGR è tipicamente composta dalle seguenti funzioni sotto il coordinamento di una direzione generale: a) *Fund Management*; b) investimenti e vendite; c) finanza, amministrazione e *Risk Management*; d) legale. Il *Fund Management* si occupa della gestione attiva del fondo immobiliare e della realizzazione dei risultati previsti dal *Business Plan*. Per ogni fondo in gestione viene individuato un *Fund Manager* che può essere supportato da uno o più *Asset Manager*. L'attività del *Fund Manager* consiste nelle seguenti attività: a) la redazione e l'aggiornamento del *Business Plan* del fondo e la sua implementazione; b) il coordinamento delle risorse interne all'azienda; c) il coordinamento dei fornitori di servizi immobiliari quali, ad es., il *Property* e il *Facility Management*, a cui sono affidate incarichi esecutivi relativi agli immobili; d) il monitoraggio degli esperti indipendenti; e) la gestione dei rapporti con gli investitori del fondo e, in particolare, con l'assemblea dei partecipanti e il comitato consultivo. L'area investimenti si occupa di gestire, in collaborazione col *Fund Management*, le attività di investimento e vendita dei fondi. I *target* di investimento e vendita sono definiti sulla base del *Business Plan* del fondo e delle linee guida condivise col *Fund Manager*, approvate dal consiglio di amministrazione del fondo. L'area finanza si occupa della gestione dei contratti di finanziamento del fondo e, congiuntamente all'amministrazione, della gestione dei flussi di liquidità, del monitoraggio delle fatturazioni e dei pagamenti. Particolare importanza assume il *Risk Management* che si occupa di monitorare i rischi operativi della SGR e quelli derivanti dall'attività di investimento/gestione dei fondi. L'area legale è responsabile della gestione degli affari legali dell'azienda e cura i rapporti con le autorità di vigilanza. Tale area riveste

particolare salienza sia nelle attività di costituzione di nuovi fondi immobiliari, sia nelle attività di gestione degli stessi"⁶¹.

Nel corso della prestazione del servizio le SGR devono formare e conservare apposita documentazione da cui si evincano, per ciascun fondo gestito, le analisi e le previsioni sulla cui base vengono assunte le strategie d'investimento e la descrizione delle strategie deliberate, in modo da agevolare una verifica sulla correttezza e trasparenza del loro operato. Le SGR devono, poi, vigilare affinché le operazioni siano eseguite alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alla dimensione e alla natura delle operazioni stesse (*best execution*). Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall'investitore (art. 32 Regolamento intermediari). La SGR esegue le operazioni di conduzione a beneficio dei partecipanti, diventando titolare dei diritti che acquista e obbligandosi personalmente nei confronti dell'altra parte. Di conseguenza, la legge attribuisce alla SGR la legittimazione all'esercizio dei diritti incorporati nel titolo. In particolare, l'art. 40, comma 2, T.u.f., stabilisce che, salvo diversa disposizione di legge, "la società di gestione del risparmio provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari gestiti". Il successivo terzo comma prevede che, nel caso in cui la società promotrice sia diversa da quella gestrice, l'esercizio dei diritti di voto compete al gestore; le parti, tuttavia, sono libere di derogare a tale regola, stabilendo che a votare sia la società promotrice. L'esercizio del diritto al voto consente alla SGR di incidere, in maniere più o meno rilevante, sugli affari sociali delle società partecipate, sia pur da una posizione di minoranza.

Qual è il 'raggio d'azione' di una SGR immobiliare? Possono iniziative di 'sviluppo immobiliare' (costruzione *ex novo* di immobili, loro radicale ristrutturazione, con eventuale riconversione a differenti destinazioni d'uso) risultare compatibili con il fine della gestione collettiva del risparmio, convivendo col mondo dell'intermediazione

⁶¹ A. Ciamarella-O Troncone, *Asset Management. La gestione strategica dei portafogli immobiliari*, IlSole24Ore, 2012, pp. 62-63

finanziaria? Per rispondere a tale quesito partiamo da una premessa normativa: il D. M. 228/1999 - successivamente modificato e 'arricchito' - stabilisce all'art. 4 che una SGR può investire il capitale dei fondi da essa 'curato' in "beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari". Ne consegue che una SGR autorizzata a istituire fondi immobiliari - per l'intrinseca natura del bene oggetto d'investimento - debba (e possa) svolgere anche un'attività immobiliare, non limitandosi, dunque, alla mera detenzione dei beni integranti il portafoglio del fondo gestito. Infatti, l'immobile - quando è termine d'investimento diretto da parte di un fondo - necessita di una serie di attività per la valorizzazione e gestione (proprie dell'impresa immobiliare) che vanno eseguite in forma organizzata, professionale e sistematica. Nel corso del 'ciclo vitale' degli investimenti immobiliari convivono, pertanto, due attività: la prima, cardinale, connaturata con lo schema tipico e lo strumento del fondo immobiliare (gestione collettiva del risparmio); la seconda, specifica, in funzione 'accessoria' e 'strumentale' rispetto a quella primaria, ossia subordinatamente e in ausilio al raggiungimento dei *target* strategici del fondo (attività immobiliare). La valorizzazione del portafoglio fondiario da parte della SGR immobiliare si pone, quindi, come misura di soddisfacimento della gestione del risparmio, da cui è completamente sussunta, 'assorbita', risultando coerente e compatibile con i principi civilistici e regolamentari inerenti all'istituto del fondo immobiliare. Rammentiamo che, per la configurazione di un fondo in esame occorre che siano rispettati i seguenti requisiti basilari: a) pluralità degli investitori; b) autonomia nella gestione svolta 'a monte' dalla SGR. Ora, è agevole constatare come l'attività di sviluppo svolta da un fondo immobiliare non confligge con i summenzionati requisiti; in particolare, l'autonomia della conduzione 'a monte' è preservata nella misura in cui agli investitori non sia riconosciuta una qualche forma di ingerenza su tematiche concernenti l'attività di gestione e gli investimenti/disinvestimenti anche in tema di sviluppo immobiliare (individuazione e scelta dell'investimento, gestione dell'operazione, etc.). "Si ritiene che la società di gestione collettiva del risparmio immobiliare, nell'istituzione di un fondo che si pone quale obiettivo strategico la

realizzazione di iniziative di sviluppo immobiliare, oltre che rispettare tutti i requisiti indicati e richiesti dalla normativa anche regolamentare, dovrà prestare particolare attenzione allo schema negoziale complessivo adattato. Al riguardo, e in sintesi, la società di gestione collettiva del risparmio dovrà: a) stipulare contratti con le controparti coinvolte le cui disposizioni, singolarmente prese o combinate tra di loro, non trasferiscano nei fatti il rischio imprenditoriale connesso all'attività di costruzione al fondo immobiliare (e/o alla SGR); b) dotarsi, nell'ambito della propria struttura organizzativa - tenuto conto della corretta ripartizione costi/benefici in relazione alla dimensione, alla numerosità e complessità delle iniziative di sviluppo gestite, di risorse dotate della necessaria esperienza e professionalità per poter individuare, selezionare, e valutare i fornitori; verificare le attività e le prestazioni eseguite dai soggetti cui sono appaltate le opere da realizzare; dialogare anche in ottica di contrapposizione con i medesimi; c) evidenziare chiaramente che le connesse e necessarie attività di sviluppo immobiliare, per quanto svolte da un soggetto esterno, implicano un'offerta dello strumento finanziario, con particolare riferimento al regolamento del fondo immobiliare"⁶²

Il sistema immobiliare globale è entrato nel lungo 'cono d'ombra' di una decennale crisi economico/finanziaria innescata nel 2007⁶³ dalla bolla dei mutui *subprime*; crisi che non ha esaurito la sua virulenza per l'aggravamento del quadro macroeconomico derivante dalle 'fibrillazioni' registrate sui mercati finanziari e dalla difficile situazione debitoria dei governi sovrani (principalmente nell'Eurozona). Tali vicissitudini, nel recente periodo, hanno determinato una sorta di sensibilizzazione dei vari segmenti alla variabile-rischio, soprattutto in relazione a quei vettori d'investimento del risparmio gestito che sono i fondi immobiliari, costretti ad adottare adeguati standard di valutazione e di monitoraggio nei confronti di eventi avversi. Essi assumono come

⁶² G. Grea, *Fondi immobiliari: gestione collettiva del risparmio e attività immobiliare*, 16 aprile 2014, diritto24.ilsole24ore.com

⁶³ "La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha le sue radici proprio nell'eccessiva, 'azzardata', assunzione di rischi da parte di alcuni intermediari, rischi, oltretutto, non adeguatamente individuati, valutati e presidiati [...]. Essa ha messo in luce debolezze, aree grigie e carenze molto gravi nell'assetto regolamentare e dei controlli di vigilanza a livello internazionale e di singoli Paesi, portando a un serio ripensamento e ad una rinnovata regolamentazione" A. Ferrati, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, p. 216

modelli di derivazione le *best practice* concernenti i paradigmi di *Risk Management* finanziario. La funzione di gestione del rischio nelle SGR immobiliari è già prevista dal regolamento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e risulta ulteriormente corroborata dal regolamento congiunto (Banca d'Italia e Consob) del 29 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del T.u.f., inerente ai requisiti generali di organizzazione, continuità dell'attività, assetto amministrativo e contabile, inclusa l'istituzione della funzione di controllo di conformità alle norme, gestione del rischio d'impresa, revisione interna e responsabilità degli organi aziendali. Suddetto regolamento introduce "per la prima volta, nel contesto strutturale delle SGR immobiliari, la funzione di gestione del rischio come nuova funzione aziendale di controllo insieme a quella di *compliance* e revisione interna. In particolare il regolamento indica che gli intermediari si devono dotare di un'organizzazione volta ad assicurare la sana e prudente gestione⁶⁴, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale⁶⁵ inserendo, tra l'altro, l'esigenza che la SGR si doti di un efficace sistema di gestione del rischio d'impresa. In particolare il regolamento, al Capo III, art. 13, inserisce la funzione di gestione del rischio che deve: a) collaborare alla definizione del sistema di gestione del rischio d'impresa; b) presiedere al funzionamento del sistema di gestione del rischio dell'impresa e verificare il rispetto da parte dell'intermediario e dei soggetti rilevanti; c) verificare l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di

⁶⁴ "La sana e prudente gestione è concetto di derivazione comunitaria e appare, per la prima volta, nella seconda direttiva in materia creditizia, relativamente ai requisiti che devono essere posseduti dai partecipanti al capitale degli enti creditizi; esso venne ripreso dal legislatore italiano che ne ha fatto un uso esteso nell'ambito della vigilanza non solo bancaria ma finanziaria in generale. La sana e prudente gestione ha un contenuto che non può essere definito né univocamente, né tantomeno durevolmente, dal momento che è destinato a mutare nel tempo: costituisce, quindi, oggettivamente, un elemento di discrezionalità di cui le *authorities* possono, in astratto, avvalersi anche per fini diversi da quelli legislativamente fissati [...]. La dottrina ha cercato di definire il contenuto sotteso all'espressione in esame non sempre con risultati univoci; si può, tuttavia, concordare sul fatto che sia «un modo ragionevole di comportamento rispetto a un fine predeterminato», «sostanzialmente assimilabile alle clausole generali del diritto privato, quali la buona fede, la correttezza e la diligenza», come ritiene C. Lamanda. Lo stesso Merussi ritiene che la sana e prudente gestione possa essere considerata «la versione imprenditoriale del principio di correttezza e buona fede», aggiungendo che «non c'è discrezionalità da parte di chi applica tale criterio, bensì applicazione al caso concreto di un principio normativo generale, riempibile secondo la prassi della tecnica bancaria». È ferma convinzione dell'Autore che «solo gli operatori sani e prudenti possono sopravvivere alla concorrenza e, soprattutto, non alterare le condizioni per l'esistenza stessa di un mercato competitivo» E. Monaci, *La struttura di vigilanza del mercato finanziario*, Giuffrè Editore, 2007, pp. 86-87

⁶⁵ "Con la sentenza n. 26131 del 30/12/2015 la Suprema Corte rileva che il mancato rispetto dei regolamenti di gestione dei singoli fondi da parte della SGR non costituisce soltanto violazione delle norme sull'organizzazione e del sistema di controllo interno, ma anche della normativa di vigilanza in materia di organizzazione della SGR, prevista dall'art. 190 del T. u. f., e finalizzata ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale" G. Magrini, *Fondi comuni d'investimento immobiliari: la Cassazione fissa alcuni importanti principi di corretta gestione da parte della SGR*, dirittobancario.it

gestione del rischio di impresa; d) presentare agli organi aziendali almeno una volta all'anno relazioni sull'attività svolta e fornire consulenza [...]. Focalizzando l'attenzione sui rischi relativi ai fondi in gestione e ai relativi portafogli immobiliari, il presidio *ad hoc* è finalizzato, da una parte, a individuare e monitorare tutti gli elementi di criticità che possono impattare negativamente sulla redditività complessiva del fondo e, dall'altra, a vigilare sui limiti finanziari e di investimento previsti sia a livello normativo, che ai sensi del regolamento di gestione del fondo. L'attività di *Risk Management* deve poter coprire, in sintesi, le seguenti istanze: a) processo di investimento del fondo; b) processo di locazione; c) processo di disinvestimento; d) processi accessori"⁶⁶

Gli organismi di vigilanza sono identificati dalla normativa primaria del T.u.f.: Consob e Banca d'Italia. Come riportato al par. 5, comma 1, Titolo I, capo I di suddetto codice "la vigilanza sulle attività disciplinate dalla recente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria". La *ratio* della vigilanza evidenzia come il legislatore abbia voluto tutelare l'efficienza del sistema finanziario - condizione indispensabile per la fiducia degli investitori. Il T.u.f. ha esteso alla generalità degli intermediari finanziari, ricalcando quanto previsto dal T.u.b. (D. lgs. 385/93) per le aziende di credito, un paradigma di vigilanza suddiviso in tre forme: a) informativa (art. 6); b) regolamentare (art. 8); c) ispettiva (art. 10)⁶⁷. Tale facoltà

⁶⁶ O. Tronconi-A. Ciaramella, *Asset management. La gestione strategica dei portafogli immobiliari*, Il Sole 24 Ore S.p.A., 2012, pp. 84-86 *passim*

⁶⁷ "Un contributo fondamentale all'accertamento dei profili di criticità riviene dall'attività ispettiva. Infatti, la natura dell'operatività delle SGR e la rilevanza degli aspetti connessi con i concreti assetti aziendali e i comportamenti seguiti dagli operatori fa delle ispezioni uno strumento privilegiato per l'apprezzamento delle situazioni aziendali, in quanto consente, in una logica integrata con l'analisi 'a distanza', di analizzare e quantificare in modo preciso l'operatività aziendale e di estendere l'esame dei profili organizzativi a un livello di dettaglio difficilmente raggiungibile mediante altre modalità. L'attività di analisi si avvale di schemi e metodologie standardizzati analoghi a quelli delle banche e si concretizza nel processo di revisione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Program – SREP*), svolto con frequenza annuale su ogni singolo intermediario. Lo SREP si pone l'obiettivo di esaminare i singoli profili di rischio e gestionali (rischio strategico, rischio operativo e reputazionale, sistemi di governo e controllo, situazione reddituale e adeguatezza patrimoniale) e di valutare la complessiva situazione dei singoli intermediari, individuando in una scala di priorità *risk based* i soggetti per i quali si reputa necessaria un'azione della vigilanza. Sulla base delle risultanze dell'analisi annuale viene quindi definita la programmazione dell'attività di vigilanza per l'anno successivo, individuando le forme di intervento più appropriate per ciascun intermediario" L. Zucchelli, *L'attività di controllo della Banca d'Italia sulle Società di Gestione del Risparmio*, p. 9, <https://www.bancaditalia.it/>

viene 'ripartita' secondo un 'criterio funzionale' alternativo a quello 'per soggetto' o 'per finalità'. In generale l'azione di vigilanza è intesa a stimolare un efficiente governo dei rischi che gli intermediari assumono per conto della clientela. Gli strumenti impiegati a tal fine sono, essenzialmente, due: a) la promozione di adeguati assetti organizzativi aziendali; b) la fissazione di limiti prudenziali all'assunzione dei rischi per conto dei fondi. L'importanza cruciale rivestita dalla verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi delle SGR è connessa alla forte dinamicità dell'ambiente in cui esse operano: la competitività, la prosperità e la stessa sopravvivenza di tutti gli operatori dipendono dall'efficacia e dalla tempestività con le quali essi sono in grado di percepire i segnali provenienti dall'ambiente stesso, elaborare una valida strategia di risposta e porre in essere gli strumenti per attuarla, dotandosi delle risorse (tecniche e umane) necessarie. La 'conduzione' di un fondo comune di investimento è sottoposta a riserva di legge in favore della società di gestione, previa autorizzazione rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob e successiva registrazione in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia che, a seguito del recepimento della dir. AIFM (La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi), risulta contraddistinto in più sezioni nelle quali vengono aggregate le SGR accettate a gestire gli OICVM (Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) e le SGR autorizzate a gestire FIA⁶⁸. Il rilascio della 'licenza', entro 90 giorni dalla data di accettazione della domanda, dipende dall'esistenza dei vincoli previsti dalla normativa capaci di sostenere la sana e prudente gestione, con visibili margini di discrezionalità delle Organi di controllo. La norma dell'art. 34, co. 1, T.u.f., prevede che l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di gestione presuppone la verifica della sussistenza delle seguenti condizioni:

- Adoperare la forma di società per azioni;
- La denominazione sociale includa le parole —società di gestione del risparmio;
- La sede legale della società sia collocata in ambito nazionale;

⁶⁸ Cfr. art. 35, t.u.f., ai sensi del quale vengono altresì create sezioni distinte nell'elenco delle società estere.

- Il capitale sociale versato sia di importo maggiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia⁶⁹;
- I rappresentanti della Società e i partecipanti al capitale in misura rilevante, ai sensi dell'art. 15, co. 1, t.u.f.⁷⁰, posseggano i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità indicati dall'art. 13 e 14 t.u.f.;
- La configurazione del gruppo di cui è parte la società non sia tale da compromettere l'effettivo svolgimento della vigilanza sulla società stessa e siano indicate almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, co. 5, T.u.f.;
- Venga proposto, congiuntamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma riguardante l'attività iniziale e anche una relazione sulla struttura organizzativa⁷¹.

Finanche nel caso di una SGR la certificazione contabile è svolta da una società di revisione registrata all'albo tipico tenuto dalla Consob. In particolare, il revisore esprime, tramite una relazione, un giudizio sia sui documenti contabili della SGR (bilancio d'esercizio/consolidato) sia sui prospetti sistematici degli OICR (con cadenza annuale o infrannuale nel caso che il fondo/comparto procede alla distribuzione dei proventi e rendiconto di liquidazione). Inoltre, ai sensi dell'art. 8 del TUF, comma 4,

⁶⁹ Ai sensi del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo II, Cap. I, Sez. II, par. 1, —Capitale iniziale, il —Capitale sociale minimo iniziale fatto salvo quanto previsto dalla Sezione VII (—SGR sotto soglia), ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione di OICVM o di FIA, o alla prestazione congiunta del servizio di gestione di OICVM e di FIA, la SGR dispone di un ammontare di capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, di almeno 1 milione di euro. Tale capitale minimo iniziale è ridotto a cinquecento mila euro in caso di SGR che intenda svolgere esclusivamente l'attività di gestione di FIA chiusi riservati. Il capitale sociale minimo iniziale non può comprendere conferimenti in natura. Nelle ipotesi di società già operanti che, previa modifica del proprio oggetto sociale, intendano essere autorizzate come SGR, ai fini del calcolo dell'importo minimo sopra indicato si tiene conto del capitale versato e delle riserve indisponibili per legge o per statuto risultanti dall'ultimo bilancio approvato

⁷⁰ 54 Ai sensi dell'art. 15 (Partecipazioni), t.u.f. —Chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente od indirettamente, in una Sim, società di gestione del risparmio, Sicav o Sica 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. La comunicazione preventiva è dovuta anche per le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunga o superi, in aumento o in diminuzione, il 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano l'acquisizione o la perdita del controllo della società

⁷¹ Le medesime condizioni sono richieste per l'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini da parte delle società di gestione del risparmio. In generale, sul tema della vigilanza, si v. VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, 2, 195 ss.; ID., *La riforma della vigilanza. Tanto rumore per nulla*, in *An. giur. econ.*, 2006, 1, 117 ss.

la società di revisione ha l'obbligo di informare la Banca d'Italia e la Consob di atti o di fatti pregiudizievoli nello svolgimento dell'incarico, che possano:

- Costituire una grave inosservanza delle disposizioni disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione ovvero che possano compromettere la continuità dell'impresa;
- Comportare un parere negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o sui prospetti periodici degli OICR.

2.3 Il 'sistema' della vigilanza: considerazioni generali

Nel corso degli anni sono state concepite diverse 'architetture' dei controlli, con la presenza di più poteri/strumenti differenziati⁷². "A grandi linee, e non senza rischiare un'eccessiva approssimazione, si può descrivere il quadro dell'attuale sistema di vigilanza come segue: alle fondamenta dell'intero edificio si pone il paradigma istituzionale (ossia, della divisione 'per soggetti'), che però è stato progressivamente abbandonato 'dall'architetto'. Con l'avanzamento dei lavori (per l'evolversi dei mercati), il progetto originario è stato rivisto e su di esso sono stati inseriti il modello funzionale e quello 'per obiettivi'. Al primo piano dell'edificio vi sono le banche, che sono sostanzialmente supervisionate secondo un modello istituzionale; su di esse vigila la Banca d'Italia che è competente sia per la trasparenza sia per la stabilità e, in parte, anche per la concorrenza. Al secondo piano, invece, si incontrano le imprese di investimento, le SICAV, le SGR e, in alcune occasioni, anche le banche quando fuoriescono dal loro tradizionale habitat dell'attività creditizia e prestano servizi di investimento".

“Sino agli anni '80 del XX secolo, le autorità di controllo rispondevano, prevalentemente, ad una logica di 'vigilanza per soggetti' ispirata alle diverse tipologie istituzionali dell'intermediazione: intermediari bancari-creditizi, intermediari mobiliari, imprese di assicurazione. La vigilanza regolamentare era incentrata soprattutto su controlli strutturali. L'evoluzione dei sistemi finanziari, a partire dagli anni '80, ha portato al prevalere di controlli 'prudenziali'. Ci si è posto, quindi, l'obiettivo di introdurre parità di trattamento a parità di funzione svolta da intermediari differenti, secondo il principio noto come *levelling the playing field*. In tal senso, una

⁷² "Nel corso degli anni il quadro regolamentare dell'attività di vigilanza sui fondi immobiliari si è evoluto secondo linee simili a quelle degli altri comparti del risparmio gestito, affiancando alle più tradizionali regole focalizzate sul fondo comune (composizione e limiti agli investimenti e all'indebitamento) disposizioni più orientate all'operato dei gestori. Unitamente ad altri settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria, anche in tale comparto a livello legislativo vengono fissate le linee-guida della regolamentazione, lasciando alle Autorità di vigilanza la declinazione degli aspetti di dettaglio: pertanto, il set normativo di riferimento si compone delle disposizioni del T. u. f. che forniscono le linee generali e delle relative norme attuative di Mef, Banca d'Italia e Consob" G. Gibillaro-G. Mattarocci-F. Moro, *L'esperienza dei fondi immobiliari in Italia: mercato, vigilanza e normativa*, p. 59, researchgate.net

vigilanza per attività/funzioni - se pure teoricamente opportuna - è risultata praticamente inattuabile, poiché richiederebbe un numero tale di autorità di controllo da creare evidenti diseconomie nel processo di vigilanza e rilevanti costi per gli intermediari vigilati. Per tal motivo, in molti Paesi, si è passati ad una architettura di vigilanza 'per finalità' definita *twin peaks* in quanto basata sulle due principali finalità dei controlli: stabilità, da un lato, correttezza e trasparenza, dall'altro. Tale architettura prevede che siano attribuiti ad autorità distinte i controlli di stabilità sugli intermediari rispetto a quelli di correttezza e trasparenza, a prescindere dalla specificità istituzionale degli intermediari medesimi”⁷³. Ora l’assortimento in virtù della quale viene espletata la funzione di vigilanza include, essenzialmente, due tipologie strumentali: controlli *ex ante* - intesi a prevenire l'insorgenza di casi critici; controlli *ex post* - concepiti per: a) limitare la 'propagazione' o 'contagio' di crisi coinvolgenti singoli intermediari; b) ridurre l'impatto sui clienti-depositanti. Nell'ambito degli interventi *ex ante* la funzione di vigilanza impiega tre protocolli d'azione, vale a dire, controlli regolamentari, informativi e ispettivi. Nel primo caso, per disciplina, la vigilanza si concentra sugli aspetti strutturali e operativi degli intermediari, onde limitarne e monitorarne l'assunzione dei rischi. La cd. *off-site supervision*, invece, ha l'obiettivo di vagliare, costantemente, la prassi degli intermediari, soprattutto nelle ipotesi di assunzioni di rischio. Ad essi è richiesto l'invio agli organi preposti di flussi informativi periodici che consentano l'analisi delle situazioni aziendali. Le autorità di vigilanza possono esigere, inoltre, dati relativi a specifiche contingenze o approfondimenti supplementari. La *on-site supervision*, infine, integra con verifiche sul campo la vigilanza informativa. Le ispezioni solitamente hanno carattere periodico, standard a cui si deroga qualora ne venga valutata l'esigenza o per verificare che pregresse raccomandazioni siano state recepite.

Nel sistema di controllo - evolutosi nel corso del tempo⁷⁴ - il livello 'a monte' è costituito dalla Consob e dalla Banca d'Italia che, congiuntamente, esercitano un potere

⁷³ A. Ferrari, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, pp. 226-227

⁷⁴ "Il significato attribuito nell'ordinamento italiano al termine 'controllo' è variato profondamente nel tempo. Partendo dagli anni '40 del XX secolo, si rileva che il codice civile accosta i controlli ai «programmi quali strumenti attraverso cui

di vigilanza nei confronti della SGR. Un contributo ausiliario e indiretto a suddetta funzione proviene dalla Banca depositaria e dagli esperti indipendenti. Procediamo a una disamina in dettaglio. La Banca d'Italia dà il *placet* al regolamento del fondo e - sentita la Consob - autorizza la costituzione della SGR; successivamente esplica un tipo di vigilanza informativa e ispettiva intesa a 'contenere' il rischio salvaguardando "la stabilità patrimoniale del fondo". Pertanto, in ossequio a tale direttiva, ai sensi del T.u.f. essa ha il potere di richiedere alla SGR del fondo immobiliare - per le materie di propria competenza - la comunicazione di dati e notizie, nonché la trasmissione di atti e documenti; inoltre può "effettuare ispezioni presso la SGR con facoltà di richiedere l'esibizione di documenti. Le ispezioni sono volte ad accertare che l'attività dell'ente vigilato risponda a criteri di sana e prudente gestione"⁷⁵. Nell'adempimento dei suoi compiti di vigilanza la Banca d'Italia emana provvedimenti con cui organizza la propria prassi, definendo gli obblighi a carico della SGR. La Consob, invece, focalizza il

il legislatore indirizza e coordina ai fini sociali l'attività economica»; anche per tutti gli anni '60 continua a mantenere questa connotazione, sebbene il fenomeno della programmazione va, progressivamente, attenuandosi; soltanto a partire dagli anni '70 «il controllo o la vigilanza tendono correlativamente a separarsi dalla politica e, sotto questo profilo, ad assumere, per così dire, un maggior grado di giuridicità», per divenire, successivamente, sinonimo di 'regolazione'. Parallelamente al mutamento semantico di 'controllo' si è verificato anche un avvicendamento tra le autorità che, di volta in volta, sono state incaricate dell'esercizio dello stesso. Se, inizialmente, queste erano esclusivamente autorità politiche, successivamente sono stati attribuiti crescenti poteri di vigilanza alle autorità amministrative, in particolare a quelle 'indipendenti' che svolgono un ruolo 'essenzialmente tutorio', con funzioni «dirette a inquadrare lo sviluppo di determinati settori socialmente rilevanti (dove il confronto tra i diritti privati connessi a iniziative economiche, libertà fondamentali o, comunque, interessi meritevoli di specifica tutela, e le esigenze di controllo pubblico, si presenta in modo piuttosto complesso), nella prospettiva di assicurare un funzionamento equilibrato». Anche Amorosino ritiene che, ormai, la vigilanza sia «definibile come funzione amministrativa di controllo (ossia di verifica delle regolarità) concernente un'attività imprenditoriale privata che l'ordinamento qualifica come caratterizzata da una fortissima ingerenza di pubblici interessi di grande rilievo: la tutela del risparmio, la stabilità e l'equilibrato sviluppo del mercato finanziario» La struttura della vigilanza sul mercato finanziario, pp. 80-81

⁷⁵ L'attività ispettiva è graduata in funzione di caratteristiche, dimensioni e complessità dell'intermediario controllato ed è focalizzata sui rischi rilevanti, sulla *governance* e i controlli interni. La frequenza e la tipologia delle ispezioni sono determinate sulla base di una pianificazione annuale e possono essere distinte in: ispezioni a 'spettro esteso' che hanno ad oggetto la complessiva situazione aziendale; ispezioni 'mirate' quando l'indagine è rivolta a determinati settori di attività, aree di rischio o profili gestionali; ispezioni 'tematiche' se i controlli riguardano aspetti di carattere generale rilevanti per l'intero sistema creditizio e finanziario; ispezioni di *follow-up* per la verifica dello stato di realizzazione di misure correttive richieste dalla Vigilanza o promosse dagli stessi intermediari. Le ispezioni di 'compliance' sono finalizzate alla verifica del rispetto delle normative in materia di tutela delle relazioni con la clientela, di usura e di contrasto del riciclaggio. In caso di irregolarità gestionali e di violazioni della normativa riscontrate nell'ambito dell'attività di vigilanza vengono avviate procedure sanzionatorie nei confronti degli intermediari e/o degli esponenti aziendali, che possono concludersi con l'irrogazione di sanzioni amministrative. Misure specifiche vengono assunte in presenza di aspetti critici nella situazione degli operatori. Tali misure comprendono, innanzitutto, la facoltà di convocare il consiglio di amministrazione o indire l'assemblea dei soci oppure limitare alcune attività, imporre la chiusura di dipendenze, vietare la distribuzione degli utili o il pagamento di interessi su strumenti finanziari, porre limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni (o alla remunerazione complessiva degli esponenti aziendali per le banche che beneficiano di eccezionali interventi di sostegno pubblico), disporre la rimozione di singoli esponenti aziendali quando la loro permanenza in carica è di pregiudizio per la sana e prudente gestione" *Compiti di vigilanza*, <https://www.bancaditalia.it/>

proprio ruolo sul rispetto dei doveri di trasparenza e correttezza inerenti al *modus agendi* della SGR⁷⁶. Essa emana regolamenti in virtù dei quali disciplina l'agenda deontologica (obblighi informativi, procedure da seguire nell'espletamento del servizio di gestione, riduzione del conflitto d'interesse) che la SGR deve assumere nei confronti dei sottoscrittori e delle autorità di controllo. La Banca depositaria è custode delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari del fondo (Art. 36, comma 2, T.u.f.). Accerta la legittimità delle operazioni di emissione/rimborso delle quote del fondo, nonché la correttezza relativa al computo del valore delle quote, verificando il rispetto del regolamento in tema di frazionamento del rischio. Qualora riscontri delle 'anomalie', irregolarità nella gestione del fondo e/o nella *ratio gerendi* della SGR, gli amministratori e i sindaci della Banca depositaria sono tenuti a darne tempestiva comunicazione alla Consob e alla Banca d'Italia. "In base al Testo Unico della Finanza, la Banca d'Italia disciplina e verifica il rispetto degli obblighi in materia di adeguatezza del patrimonio - congiuntamente alla Consob - in tema di governo societario, organizzazione, sistema di remunerazione e incentivazione, controlli interni ed esternalizzazione di funzioni e servizi essenziali [...]. L'azione di vigilanza è commisurata alla complessità operativa e organizzativa, nonché ai rischi assunti dagli intermediari; vengono presi in considerazione la capacità reddituale e la sostenibilità del modello di *business*, il sistema di governo societario e dei controlli interni, l'adeguatezza dei mezzi propri in relazione ai rischi maggiormente rilevanti per le SGR - quelli strategici, operativi, legali e reputazionali (meno significativa è l'esposizione ai rischi di credito, di mercato, di tasso e di liquidità). Relativamente ai fondi comuni, sono oggetto di regolamentazione e controllo i criteri e i divieti all'attività di investimento, limiti prudenziali in materia di contenimento e frazionamento del rischio (per i fondi *retail*, cioè destinati al pubblico), gli schemi dei prospetti contabili e le modalità di valutazione dei beni. La banca d'Italia, inoltre, approva i regolamenti di gestione dei fondi e le relative modifiche. Questi controlli sono finalizzati a verificare

⁷⁶ "Tali regole di comportamento trovano fondamento nella teoria economica che definisce l'attività di gestione di portafogli come un processo di acquisizione ed elaborazione di informazioni micro e macro economiche per l'effettuazione delle scelte di investimento finalizzate alla costruzione del portafoglio ottimale per l'investitore in un dato periodo temporale." (Comunicazione Consob n. DIN/1056336 del 23-7-2001)

le modalità di assunzione dei rischi da parte dei gestori per conto della clientela. Così, si misura la capacità del gestore di mantenere il rapporto fiduciario con gli investitori e l'eventuale esposizione ai rischi legali e reputazionali. Il quadro normativo e operativo delineato riflette le disposizioni comunitarie e le linee-guida formulate dalle Autorità di vigilanza europee, in particolare, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*)⁷⁷.

Occorre, a questo punto, un supplemento di analisi: al fine di corroborare la tutela degli investitori in OICR - riducendo il più possibile eventuali condotte opportunistiche ed espropriazioni della SGR a detrimento degli investitori stessi -, la legge ha previsto l'intervento di un soggetto terzo rispetto al gestore cui spetta un duplice *officium*: a) esercitare la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo; b) eseguire scrupolose *screening* sull'attività della SGR. In particolare, la banca depositaria: a) accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo nonché la destinazione dei relativi redditi; b) accerta la correttezza del calcolo del *net asset value* o, su incarico della SGR, provvede essa stessa a tale computo; c) accerta che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso; d) esegue le istruzioni della SGR (art. 38. comma 1, T.u.f.). Col *placet* della SGR la banca depositaria ha facoltà - con annessa responsabilità - di subdepositare gli strumenti finanziari del fondo presso altri organismi autorizzati. Questo accade sia per gli strumenti finanziari dematerializzati - che vengono accentrati presso la società di gestione del mercato - che per gli strumenti finanziari emessi e circolanti all'estero, per i quali la custodia diretta in Italia implicherebbe procedure eccessivamente onerose e complesse.

Tenuto conto della 'sensibilità' delle funzioni svolte dalla banca depositaria il nostro ordinamento prevede condizioni particolarmente 'severe' per l'assunzione dell'incarico; condizioni che riguardano, da un lato, requisiti di insediamento (patrimoniali e organizzativi); dall'altro, requisiti di autonomia al fine di assicurare la terzietà della

⁷⁷ Focus sull'industria dei fondi immobiliari retail, bancaditalia.it

banca depositaria rispetto alla SGR. Sotto il primo profilo l'art. 1, sez. II, cap. VII, titolo V, del Regolamento della Banca d'Italia (14 aprile 2005) sulla gestione collettiva del risparmio, subordina l'assunzione dell'incarico di banca depositaria alle seguenti condizioni: a) l'ente deve essere italiano o succursale di una banca con sede statutaria in altro Stato membro dell'UE; b) l'ammontare del patrimonio di vigilanza non deve essere inferiore a 100 milioni di euro; c) l'assetto organizzativo deve essere idoneo a garantire l'efficiente e corretto adempimento dei compiti ad essa affidati; d) la banca deve possedere un'esperienza adeguata ai fini dell'incarico da assumere. Sotto il secondo profilo, invece, l'art. 36, comma quarto, T. u. f., stabilisce che la banca depositaria deve agire sempre nell'interesse dei partecipanti e in modo indipendente rispetto alla SGR. La portata di tale principio è corroborata dal Regolamento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 dove si stabilisce, da un lato, che la banca dovrà adottare schemi organizzativi e sistemi di controllo che ne garantiscano l'autonomia; dall'altro, che in ogni caso il presidente del consiglio di amministrazione, l'amministratore delegato, il direttore generale o i membri del comitato di gestione della SGR non possono svolgere le medesime funzioni presso la banca depositaria, né avere la qualifica di dirigente responsabile della banca stessa. Occorre rilevare che tale rigida distinzione di ruoli tra SGR e banca depositaria - fissata dall'ordinamento a tutela dell'interesse dei partecipanti - è, in realtà, molto attenuata nella misura in cui, nella prassi, risulta frequente che la SGR appartenga allo stesso gruppo della banca depositaria. Nell'esercizio della propria attività la banca depositaria è responsabile verso la SGR e i partecipanti del fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi (art. 38, comma 2, T. u. f.); infine, ai sensi dell'art. 38 T. u. f. "gli amministratori e i sindaci della banca depositaria riferiscono senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione della società di gestione e nella gestione dei fondi comuni", contribuendo, così, a rendere più efficace l'attività delle Autorità di vigilanza".

Si deduce dunque che oggi in Italia l'asset immobiliare è visto come la principale fonte di 'rifornimento' degli impieghi dei risparmi delle famiglie, degli attivi patrimoniali delle imprese, degli investitori istituzionali e degli intermediari finanziari. In questo ambito un aspetto di significativa rilevanza è rappresentato dal ramo della finanza immobiliare che immette sul mercato forme di allocazione del risparmio in grado di incrementare il valore delle quote degli investitori sia *retail* sia istituzionali. A tal fine la possibilità di utilizzare i PIR come forma di finanziamento nel settore immobiliare ha generato maggiore *appeal* per gli investimenti nel settore (tale passaggio è stato reso possibile dalla Legge di Bilancio 2018 che ha esteso i benefici dei Pir anche al *real estate*).

CAPITOLO 3 - Nuove prospettive di investimento con i PIR Immobiliari

Premessa

In un'economia dinamica e aperta, senza frontiere fisiche e ideologiche, investire significa, essenzialmente, puntare del 'denaro' – magari i risparmi di una vita – su progetti in grado di assicurare guadagni convenienti per tutti: i primi a beneficiarne dovrebbero essere proprio i cittadini – indotti dalla speranza di rimpinguare il 'gruzzolo' alacramente accantonato; poi gli intermediari – chiamati a 'piazzare' opportunamente e diligentemente la 'liquidità intercettata'; i destinatari di tale munifiche 'iniezioni' creditizie – capaci di sviluppare imprese competitive - e, infine, lo Stato, una sorta di 'ordinatore costituzionale' incline a determinare condizioni funzionali al benessere sociale. Si dice anche, però, che 'la strada per l'inferno sia lastricata da buone intenzioni' e che l'amministrazione politico-amministrativa conceda, nei fatti, meno di quanto prometta. Questa premessa non appare oziosa ai fini del nostro discorso perché uno dei problemi connessi all'istituzione degli strumenti finanziari è, per così dire, di natura psicologica: in altri termini, l'entusiasmo mostrato dai loro 'ingegneri' deve fare i conti con lo scetticismo dei potenziali sottoscrittori. Si tratta di un atteggiamento che scaturisce da un deficit di 'cultura', ma, soprattutto da una crisi di fiducia relative a proposte e strumenti di investimento – figli di una cd. 'finanza creativa' - che, in molti casi, si sono rivelati 'fallimentari', in quanto ispirati a meri tatticismi, 'manovre contabili' e disinvolve speculazioni dagli esiti deleteri. Così, come vedremo, anche per i 'neonati' PIR si è posto da più parti una questione di credibilità, che possiamo sintetizzare: questi '*bypass*' economici costituiscono ghiotte e concrete opportunità per mobilitare risorse altrimenti 'statiche' oppure un ennesimo 'specchietto per le allodole'? Il capitolo che segue tenterà, senza pretese esaustive, di analizzare la sostanza 'funzionale' del dilemma.

3.1 Il Piano individuale di Risparmio (PIR): definizione e finalità

I PIR a lungo termine - introdotti dalla Legge n. 232/2016, art. 1, rappresentano una soluzione di investimento il cui obiettivo è trasfondere flussi finanziari nell'economia reale e nell' 'organismo' produttivo italiano, allocando cospicue risorse al sostegno delle *small&middle firms* e stimolando, altresì, lo sviluppo dei mercati azionari e le iniziative di quotazione⁷⁸. Secondo quanto indicato nella relazione illustrativa della suddetta Legge, "l'obiettivo della normativa è, in particolare, quello di indirizzare il risparmio delle famiglie - attualmente concentrato sulla liquidità - verso gli strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali (italiane ed europee) radicate nel territorio nazionale, per le quali è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente è l'approvvigionamento mediante il canale bancario". I PIR, dunque, nelle intenzioni del legislatore, dovrebbero costituire un'utile alternativa in grado di assicurare provviste finanziarie alle PMI, le cui difficoltà - dipendenti da una esigua capitalizzazione - si sono aggravate durante la situazione della crisi e del *credit crunch*, congiuntura che ha generato forti problemi non solo a livello di specifiche realtà ma anche in una prospettiva sistemica e macroeconomica. Al fine di sostenere l'*appeal* e la diffusione dei PIR, il legislatore - chiarendo numerose questioni poste dagli operatori e superando alcune 'rigidità' affioranti dalla normativa di riferimento - ha stabilito un significativo meccanismo di incentivazione prevedendo un regime di favore/ benevolenza fiscale a beneficio degli investitori subordinato, tuttavia, al verificarsi di determinate condizioni e requisiti. In sintesi: "L'agevolazione in parola implica, a monte, la creazione di un 'contenitore' fiscale idoneo ad accogliere i principali strumenti finanziari disponibili e presenti sul mercato, purché l'insieme degli stessi sia posseduto per un certo periodo di

⁷⁸ "L'intervento legislativo consentirà di far incontrare la finanza con l'economia reale del settore immobiliare a partire dalle società quotate e non quotate che potranno acquisire lo status di aziende 'PIR compliant'. E' evidente che soci, top manager e consulenti delle società immobiliari interessati a divenire più competitivi facciano proprie le logiche della finanza per accedere alle nuove grandi opportunità dei mercati finanziari. Se i vincoli normativi sono stati superati dal legislatore, ora serve un'evoluzione culturale da parte dei professionisti del settore immobiliare. Infatti, risulta indispensabile riqualificare le aziende e riprogrammare le metodologie operative al fine di acquisire quei parametri che gli investitori finanziari considerano imprescindibili" A. Paletta, *Fisco e vincoli d'investimento dei PIR e PIR immobiliari*, diritto24.ilsole24ore.com

tempo e venga 'assemblato' seguendo criteri predeterminati. In particolare, le condizioni e i requisiti necessari per poter usufruire dell'agevolazione, sono i seguenti:

a) il piano può essere costituito da «persone fisiche residenti nel territorio dello Stato» (cd. requisito soggettivo); b) gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno 5 anni (cd. requisito temporale); c) ciascun investitore può essere titolare di un unico PIR e ciascun piano non può avere più di un titolare; d) ciascun investitore non può conferire nel PIR più di 30.000 euro all'anno con un tetto massimo complessivamente pari a 150.000 euro (cd. limiti all'entità dell'investimento); e) il patrimonio del PIR deve essere composto (cd. investimenti qualificati): per almeno il 70% e per almeno i 2/3 di ciascun anno solare, da strumenti finanziari emessi da società non immobiliari, italiane o residenti in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio economico europeo (UE/ASEE) aventi stabile organizzazione in Italia; e almeno il 30% di tale 70% deve essere rappresentato da strumenti finanziari emessi da società diverse da quelle inserite nel FTSE MIB o in altri indici equivalenti (cd. vincoli di investimento); per il restante 30% da qualsiasi altro strumento finanziario, ivi compresi depositi e conti correnti; f) il patrimonio del PIR non può essere investito per più del 10% in strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente o stipulati con la stessa controparte o con altra società appartenente al medesimo gruppo o in depositi e conti correnti (cd. limite alla concentrazione); g) non possono essere oggetto di investimento in PIR strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni (cd. divieto di investimento in Paesi non collaborativi), h) sono esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore"⁷⁹. Accanto alle enfatiche opinioni espresse da alcune fonti in merito⁸⁰,

⁷⁹ M. Altomare *et alii*, *I piani individuali di risparmio sotto la lente delle linee guida del MEF*, 02/11/2017, www.dirittobancario.it

⁸⁰ "Siamo certi che i PIR offrano una grande opportunità di investimento, ma siamo altrettanto sicuri che la pianificazione dei propri investimenti deve essere effettuata dal risparmiatore in modo consapevole, preferibilmente con un consulente che lo supporti nell'individuazione della soluzione più idonea al profilo di rischio e agli obiettivi di investimento" (*Eurizon Capital SGR*); "I PIR stanno stupendo tutti per la capacità di attrarre il risparmio degli italiani. La raccolta ha già raggiunto un miliardo, dato che fa sognare di pervenire a quota 20 miliardi. Almeno un quinto di questa somma dovrà andare alle imprese non presenti nel listino FTSE MIB. Che vuol dire? che le nostre aziende sono appetibili per gli investitori, anche

occorre chiedersi se quest'ultimo prodotto dell'attuale 'moda finanziaria' rappresenti concretamente una sorta di 'Eldorado del risparmio' e se le opportunità da esso offerte trascendano la componente di rischio. Esaminando la questione da un punto di vista favorevole si evidenziano alcuni vantaggi: a) la completa detassazione dello strumento in esame: i risparmiatori sono esenti dal pagamento dell'imposta di successione e da quella sul *capital gain* (che ammonta al 26%), a patto, come già detto, che conservino il PIR per almeno un quinquennio⁸¹. Tale franchigia fiscale consente di ottimizzare la *performance* effettiva del Piano con benefici più significativi rispetto a quelli lucrabili dai fondi comuni 'ordinari'; sostenere la causa del 'patriottismo economico': gli italiani 'custodiscono' una ricchezza finanziaria (escludendo la voce 'immobili') stimata da Bankitalia a 4.228 miliardi di euro⁸². Tuttavia solo una esigua frazione di questo 'tesoretto' viene investito e traslato nell'economia reale e produttiva; ne desumiamo che gli investitori locali siano alquanto restii ad 'aprire i loro portafogli' nell'interesse del Paese di appartenenza: basti pensare – ad esempio – che i fondi pensione nazionali impegnano appena il 3% del loro patrimonio in azioni o bond di aziende locali. Questo atteggiamento costituisce un problema poiché condanna i nostri opifici all'asfissia finanziaria e alla cronica dipendenza dalle banche. Occorre notare che tale 'stato di cose' è addebitabile, in buona misura, ad una persistente carenza o insufficienza di 'cultura finanziaria'; così, "i PIR possono, indirettamente, insegnare qualcosa di fondamentale agli italiani: per investire in Borsa bisogna avere un'ottica di medio-lungo termine. La circostanza che i PIR incentivino l'investimento in un orizzonte temporale almeno quinquennale permette, da un lato, alle imprese di avere fondi stabili

retail. Occorrerà monitorare l'andamento del mercato per capire se le risorse verranno effettivamente investite nelle società di minore capitalizzazione, ma con potenzialità di crescita e progetti di sviluppo, quali quelle del mercato AIM Italia" (Alberto Baban, presidente di *VetNetWork*); «Finalmente c'è la possibilità di andare a finanziare in maniera diretta l'economia reale del nostro Paese. Uno dei limiti degli ultimi 50 anni della storia italiana è stato l'accesso al capitale, che è la base del capitalismo. Quella dei PIR è un'opportunità che può diventare alternativa ai fondi pensione. Se si tengono nei PIR per 20 o 30 anni, l'effetto sul capitale della mancata tassazione diventa estremamente importante» (G. Martinelli, vicepresidente di AcomeA)

⁸¹ "Il beneficio della norma consiste nell'esenzione da ogni forma di onere tributario degli eventuali redditi di natura finanziaria derivanti dai rendimenti maturati e dalle plusvalenze realizzate nell'arco del periodo di detenzione, per effetto dell'investimento negli strumenti confluiti all'interno di un PIR, a condizione che si ossequi il complesso di requisiti dell'investimento". Cfr. M. Longo, *Investire in PIR: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, ilsole24ore.com, 09/11/2017

⁸² "Oltre 4mila miliardi investiti: la ricchezza degli italiani in banca", 11 agosto 2018 www.repubblica.it

e, dall'altro, ai risparmiatori di evitare pericolosi – per chi non è esperto – ‘mordi e fuggi’⁸³. D'altro canto, vanno evidenziati gli aspetti meno ‘appetibili’ inerenti a questo recente strumento di mobilitazione del bilancio⁸⁴. Il vantaggio di investire in PIR è, indubbiamente, fiscale: tuttavia tale ‘immunità’ viene quasi annullata o fortemente ridimensionata dalla prassi attuata da alcune banche che applicano commissioni troppo elevate a discapito della platea dei risparmiatori ‘comuni’. “Consideriamo, infatti, un investimento in un PIR pari a 150mila euro per 30 anni e con un rendimento medio pari al 2%. Se non ci fossero commissioni, il valore finale sarebbe di poco oltre 265mila euro. In questo caso, il risparmio fiscale sarebbe di circa 30mila euro (ovvero, il 26% della differenza tra il valore finale e iniziale dell'investimento). È probabile che questa sarà la cifra reclamizzata dagli intermediari per invogliare il risparmiatore. Tuttavia, le banche vorranno essere retribuite e le commissioni di gestione possono cambiare, e non di poco, il risultato finale. In molti Paesi, una quota sempre maggiore di investitori sceglie fondi a cosiddetta ‘gestione passiva’ con commissioni molto basse, nell'ordine dello 0,25-0,50% annui. In Italia, per la scarsa concorrenza del settore, questi fondi sono quasi inesistenti. Tuttavia, i risparmiatori hanno la possibilità di investire in ETF (*Exchange Traded Funds*) che, pur con alcune differenze, sono simili ai fondi passivi e hanno bassi costi di gestione. Per valutare l'impatto delle commissioni consideriamo il risultato di un investimento, su 30 anni e con un rendimento medio del 2%, in un ETF con commissioni pari allo 0,5%. Il valore finale dell'investimento sarebbe di circa 230mila euro. Dal momento che il rendimento viene tassato al 26% il valore finale, al netto delle tasse, sarebbe di circa 210mila euro, ben più dei 170mila del PIR, nonostante i minori rischi dell'investimento. Questo semplice esempio serve, ancora una volta a sottolineare i costi di un sistema finanziario poco concorrenziale”⁸⁵. In secondo luogo si rileva una scarsa diversificazione offerta che potrebbe determinare una

⁸³ M. Longo, *Investire in PIR: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, 09 novembre 2017, ilsole24ore.com

⁸⁴ È stato evidenziato che i PIR costituiscono “uno strumento ben più dinamico di quanto non potesse sembrare nei mesi immediatamente successivi alla sua introduzione, quando la maggior parte degli addetti ai lavori lo rappresentava – con ragionevole considerazione, trattandosi di uno strumento innovativo nell'esperienza italiana e, quindi, ancora tutto da esplorare – come un mezzo di investimento passivo all'interno di una gestione patrimoniale statica” Elio Palmitessa, *L'Agenzia delle Entrate si pronuncia sui Piani Individuali di Risparmio ad ampio raggio*, dirittobancario.it

⁸⁵ N. Borri, *Più rischi che benefici dai piani individuali di risparmio*, 23 gennaio 2017, la voce.info

‘condensazione’ dei rischi; infine, si teme, per essi, l’eventualità di un ‘effetto-bolla’⁸⁶: “Sui PIR sono confluiti più soldi di quanto previsto e promettono di raccogliere ancora tanto in futuro. Questa montagna di denaro è finita, in parte, su fette del mercato di Borsa da anni trascurate, come l’AIM, ossia il listino di Piazza Affari dedicato alle piccole imprese. Questo ha causato una competizione molto forte delle quotazioni all’AIM che era un listino poco performante in passato se confrontato con l’indice FSE MIB delle grandi aziende. Nell’ultimo anno, però, la competizione è stata consistente: da gennaio l’AIM ha registrato una *performance* quasi doppia rispetto al listino principale. Questo è un rischio: se non aumenteranno le aziende quotate, non si può escludere che all’AIM si crei una bolla speculativa dovuta a troppi soldi ‘piovuti’ su un mercato troppo piccolo”⁸⁷

⁸⁶ Spiega Mario Bortoli, CEO di Euclideia, che il ‘deterrente bolla’ esiste “se gli importanti flussi di investimento in PIR non fossero accompagnati da un corrispondente ampliamento del mercato di riferimento. Sarebbe pericoloso che uno tsunami di denaro arrivasse su realtà in fase di consolidamento e non abbastanza forti da accoglierlo. Essere la testa di ponte tra la Borsa e il piccolo investitore è, presumibilmente, il principale obiettivo dei PIR. Secondo noi è opportuno che l’investimento in PIR non diventi troppo pesante nel portafoglio dell’investitore; ad esempio, potrebbe collocarsi attorno al 10% del totale se consideriamo un investitore prudente; ciò per garantirsi un’allocazione equilibrata e sufficientemente diversificata. Nell’attesa che il mercato si consolidi, tra i fondi già presenti sull’arena finanziaria si possono prendere in considerazione quelli bilanciati che investono anche in obbligazioni” O. Onorati, *Perché il ‘boom’ dei PIR non deve portare alla frenesia*, 7 settembre 2017, www.ilfoglio.it

⁸⁷ M. Longo, 09 novembre, 2017, *Investire in PIR: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, ilsole240re.com; “I PIR – scrive Walter Demaria – per tutto il 2017 hanno rappresentato la vera novità, e come spesso accade sono stati pubblicizzati fino a farli diventare il nuovo ‘verbo’ da seguire. Alla base di tutto c’è la certezza che a guadagnare sono sicuramente i collocatori e le reti perché il sottoscrittore è obbligato a rimanere vincolato per cinque anni. Il dilemma è: saranno profittevoli anche per l’investitore finale? Si tratta, in definitiva, di vedere se le ‘promesse’ saranno coerenti ai risultati o verranno tradite, dal momento che i PIR fanno leva su un tema tanto caro agli Italiani: lo sgravio fiscale. Esistono, però, almeno un paio di criticità importanti legate a questo strumento: la prima concerne i costi; almeno inizialmente, infatti, molte case di gestione avevano imposto spese di conduzione che incidevano pesantemente sui benefici fiscali; alcune di esse hanno, poi, ridotto le commissioni durante l’anno. L’altra importante criticità è data dal fatto che il legislatore, originariamente, intendeva favorire lo sviluppo delle PMI ma, vista la scarsità di PMI quotate a Piazza Affari e la loro elevata volatilità, spesso i gestori si sono rivolti verso *mid cap* più sicure. Oggi il regolatore – nel tentativo di tenere alto il morale – ha deciso di aprire il mercato dei PIR anche alle SIIQ (Società di Investimento Immobiliare Quotata)” E. Tomasini, *PIR. Nel 2017 sono andati a traino del mercato, ma i recenti storni mettono in dubbio alcuni pilastri*, 21 marzo 2018, blog.ilgiornale.it

3.2 Modalità di costituzione e destinatari

Il PIR può essere costituito in virtù di: a) un rapporto di custodia o amministrazione titoli o gestione di portafogli, con annesso c/c di appoggio, esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato; tali rapporti - come illustrato dalla relazione di accompagnamento al provvedimento che pone la normativa in esame - includono anche quelli di amministrazione fiduciaria; conformemente alla prassi dell'Agenzia delle entrate - secondo cui, per l'applicazione del regime del risparmio amministrato da parte delle società fiduciarie è sufficiente la sussistenza di un rapporto di amministrazione e non è necessaria l'intestazione dei beni alle medesime società - si ritiene che, anche ai fini della normativa in esame, l'amministrazione fiduciaria possa essere con o senza intestazione dei titoli, anche quando tali titoli siano depositati presso intermediari non residenti; b) altro stabile rapporto (c.d. rubrica fondi), anche mediante la "mera" sottoscrizione di quote o azioni di un OICR 'PIR conforme'⁸⁸; c) un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione 'PIR conforme' (in tal caso non è richiesto l'esercizio dell'opzione per il regime del risparmio amministrato, giacché il rapporto origina solo redditi di capitale di cui all'art. 44, comma 1, lett. g-*quater*), del TUIR). Il PIR può essere costituito avvalendosi di: - intermediari abilitati all'applicazione del regime del risparmio amministrato; gli strumenti finanziari oggetto di investimento devono, quindi, essere depositati presso intermediari residenti o stabili organizzazioni di intermediari non residenti; è consentito il sub deposito degli strumenti stessi presso intermediari non residenti; - imprese di assicurazione residenti

⁸⁸ Nel caso di PIR costituito mediante quote o azioni di OICR: a) il requisito dell'*holding period* (5 anni) va riferito alle quote o azioni dell'OICR acquisite dall'investitore e non agli investimenti effettuati dall'OICR stesso; b) i rendimenti che non vengono distribuiti e, quindi, si cumulano durante l'investimento, non possono essere considerati nuovi investimenti e possono consolidarsi anche oltre i suddetti limiti annuale e complessivo (rispettivamente 30.000 euro e 150.000 euro); c) non si configura una partecipazione sociale qualificata nel senso indicato dal comma 100 dell'art. 1 della legge di bilancio per il 2017, né in capo all'investitore né in capo all'OICR; d) non possono costituire oggetto di investimento nel PIR le quote o azioni di OICR i cui proventi concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore (ad esempio, gli OICR esteri, diversi da quelli immobiliari, non conformi alle direttive comunitarie e il cui gestore non è soggetto a forme di vigilanza di cui all'art. 10-ter comma 6 della L. 77/1983); e) che non è un investimento qualificato ai sensi del comma 104 e garantisce un rendimento minimo - stante l'assenza di rischio in capo all'investitore - non si applica il limite alla concentrazione del 10% previsto dal comma 103 (e, quindi, può concorrere fino al 30% dell'investimento totale 'PIR conforme')" A.Germani-F. Mariotti, *I PIR tra chiarimenti normativi e opportunità di mercato*, Dottrina Eutekne, 2017, p. 43

nel territorio dello Stato; - imprese di assicurazione non residenti che operano nel territorio dello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia scelto tra i predetti soggetti residenti⁸⁹. In caso di amministrazione fiduciaria, la costituzione del PIR può essere effettuata ‘direttamente’ dalla società fiduciaria, che provvederà alla gestione fiscale del PIR, ma può anche essere effettuata da altro intermediario abilitato ad applicare il regime del risparmio amministrato; in tal caso la società fiduciaria si limita a divenire intestataria di un PIR costituito presso altro intermediario che provvederà alla gestione fiscale del PIR stesso.

Dalle linee guida per l’applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine allestite dal M.e.f., apprendiamo che “le agevolazioni fiscali previste dai citati commi dell’art. 1 della legge di bilancio per il 2017 riguardano le persone fisiche: a) fiscalmente residenti in Italia. Il trasferimento della residenza fiscale all’estero fa venir meno uno dei requisiti posti dalla legge per fruire dei vantaggi. Il comma 100 stabilisce, infatti, che non sono soggetti al gettito fiscale i redditi conseguiti «da persone fisiche residenti nel territorio dello Stato». Ciò comporta che, ai redditi realizzati dal momento in cui ha efficacia il cambio di residenza, si applicheranno le regole ordinarie previste per i soggetti non residenti. Il venir meno di un requisito previsto dalla legge, successivamente all’apertura del PIR, ne determina la chiusura. L’investitore che ha trasferito la residenza all’estero potrebbe, però, mantenere l’investimento, anche dopo il trasferimento, in modo tale che gli strumenti finanziari che compongono il piano

⁸⁹ “I rapporti finanziari devono essere instaurati con gli operatori professionali indicati dalla norma, vale a dire intermediari abilitati o imprese di assicurazione residenti, ovvero non residenti operanti in Italia tramite una stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia (scelto tra i predetti soggetti). Viene inoltre precisato che il conferimento di valori nel piano di risparmio si considera cessione a titolo oneroso e l’intermediario è tenuto ad applicare l’imposta secondo le modalità indicate dalla norma che disciplina il regime del risparmio amministrato (articolo 6, Dlgs 461/1997). Per fruire dell’agevolazione, quindi, è necessaria la costituzione di un rapporto stabile e continuativo con l’intermediario (o con l’impresa di assicurazioni). A tal proposito, la relazione illustrativa precisa che «la sussistenza di un rapporto stabile e continuativo con l’intermediario consente l’attribuzione della responsabilità della gestione degli aspetti fiscali connessi con il piano di risparmio all’operatore professionale presso il quale il piano è costituito. Tale attribuzione appare necessaria alla luce della rischiosità degli investimenti che possono essere oggetto del piano e per le esigenze di accertamento da parte dell’amministrazione finanziaria connesse con la concessione di un’esenzione». In tal modo, quindi, il legislatore, coinvolgendo gli operatori finanziari professionali (ai quali è deputata anche la gestione della fiscalità del piano), ha inteso operare un bilanciamento tra obiettivi di politica economica ed esigenze di tutela del risparmiatore” G. Napolitano, *Piani di risparmio a lungo termine: esame del regime agevolato*, <http://www.fiscooggi.it/>

siano detenuti per cinque anni. Ciò consente di evitare di applicare il meccanismo del recupero a tassazione previsto dal comma 107 ai redditi degli strumenti che, al momento del trasferimento, non hanno completato l'*holding period* a patto che gli strumenti stessi siano detenuti per un periodo di tempo non inferiore al quinquennio;

b) che non hanno, nello stesso momento, più di un piano di risparmio; la disposizione, contenuta nel comma 112 – secondo cui ciascuna persona fisica «non può essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine» – non consente alla stessa persona fisica di essere titolare di più PIR contemporaneamente ma non impedisce alla medesima persona fisica di chiudere un PIR e aprirne un altro nel quale possono essere destinate somme o valori nel limite annuale di 30.000 euro e complessivo di 150.000 euro; - che non condividono il piano con altre persone fisiche; - indipendentemente dalla loro età; può, quindi, essere titolare di un PIR anche un minorenni. Il decesso della persona fisica titolare del PIR fa venir meno uno dei requisiti posti dalla legge per fruire dell'agevolazione. Il comma 100 stabilisce, infatti, che non sono soggetti ad imposizione i redditi conseguiti «da persone fisiche», «derivanti dagli investimenti nei piani di risparmio a lungo termine» che, ai sensi del successivo comma 101, sono costituiti attraverso l'apertura di un rapporto che prevede «l'esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato» di cui all'art. 6 del D. Lgs. n. 461 del 1997 o «di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione». Il titolare del PIR è, quindi, la persona fisica che ha esercitato la suddetta opzione o ha stipulato i suddetti contratti. Il venir meno di un requisito previsto dalla legge, successivamente all'apertura del PIR, ne determina la chiusura. Il decesso impedisce, però, di verificare il rispetto da parte dell'investitore del requisito temporale relativo agli strumenti finanziari che compongono il piano. Ciò consente di evitare di applicare il meccanismo del recupero a tassazione previsto dal comma 107, ai redditi degli strumenti finanziari che, al momento del decesso, non hanno maturato l'*holding period*, ivi compresi i redditi di capitale relativi alle quote di OICR detenute nel piano maturati

alla data di apertura della successione che, diversamente, sarebbero assoggettati a tassazione al momento dell'intestazione in capo all'erede"⁹⁰.

⁹⁰ M.e.f., *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine – Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017)*, www.finanze.it

3.3 Finalità dei PIR per il finanziamento delle PMI

I PIR– sono uno strumento concepito per agevolare i consumatori ma, soprattutto, per catalizzare lo sviluppo delle piccole e medie imprese in cerca di capitali da impiegare in vista di una sfida/competizione su scala globale⁹¹. Fabrizio Pagani, responsabile della segreteria tecnica del Ministero dell’Economia, spiega: “Le nostre aziende hanno grandi capacità di prodotto e di mercato, fanno innovazione, riescono a penetrare in Paesi nuovi. Però esibiscono due debolezze: una è la *governance*, spesso ancora tradizionale o familiare e, perciò, non sufficientemente ‘aggiornata’; l’altra è il capitale. Non possiedono abbastanza risorse per effettuare adeguati investimenti, acquisizioni in Italia o all’estero”. La coscienza di queste ‘criticità’, dunque, ha stimolato l’esigenza di allestire un ‘dispositivo’ in grado di convogliare e utilizzare gli investimenti dei privati per il fisiologico trofismo del ‘tessuto produttivo’. “Il credito bancario, che continua a svolgere un ruolo fondamentale, non è sufficiente. La leva che abbiamo individuato per far crescere anche culturalmente le nostre imprese è stato l’accesso al mercato dei capitali – aggiunge Pagani. Il mercato dei capitali pretende trasparenza nella *governance* e impone una disciplina che fa bene all’impresa. Mancava solo un anello, quello della liquidità. Questi strumenti nascono, così, con lo scopo filosofico di canalizzare i risparmi degli italiani verso il contesto economico della Penisola”. Uno dei maggiori benefici auspicati connessi all’introduzione dei PIR

⁹¹ “«Il tempismo dell’introduzione dei PIR è perfetto rispetto alle sfide che le nostre imprese devono affrontare, e che esigono forti investimenti: *digital transformation*, internazionalizzazione – in particolare quella verso i Paesi asiatici. Si tratta di una sfida, un’istanza di apertura impone pianificazioni attente a lungo termine e innovazione di prodotto». Il tutto in un momento in cui il sistema bancario è debole, mentre viceversa abbiamo molti risparmiatori con abbondante liquidità disponibile e interessati a forme di investimento alternative rispetto a quelle tradizionali. Affinché lo strumento PIR sia efficace per finanziarle le PMI, tuttavia, devono ‘fare la loro parte’, come pure le Società di gestione dei fondi. Le SGR, in particolare, devono creare i fondi evitando comportamenti opportunistici e puntando a privilegiare PMI ad alto tasso di crescita. In questo modo possono innescare un ‘effetto volano’: il valore del fondo cresce, altri risparmiatori vengono attratti e, al contempo, le PMI sono più proclivi a valutare l’opzione di quotarsi. Le PMI, d’altra parte, sono chiamate a definire e comunicare al mercato nitide strategie e piani di investimento nel lungo periodo. Quelle non ancora quotate, ovviamente, devono compiere anche dei passi preliminari: a) comprendere l’esigenza di profondi cambiamenti; b) valutare con coraggio l’opzione di ricorrere alla Borsa. Un’intraprendenza che occorre stimolare. Quanto al Governo che ha introdotto i PIR, deve verificarne regolarmente i risultati in termini di impatti sul sistema delle PMI, con eventuali aggiustamenti. Noci ne suggerisce due: aprire lo strumento anche a imprese non ancora quotate ma già conformi con i requisiti di trasparenza, e creare una ‘borsa di pre-accreditamento digitale’, cioè una piattaforma online che faccia incontrare la domanda di risorse delle imprese e l’offerta dei gestori di fondi” *PIR: opportunità per i risparmiatori, ma cruciali per le PMI. «Possono innescare la corsa alla quotazione»*, <https://www.digital4.biz/>

è una crescita globale delle PMI che, allo stato dei fatti, risultano ancora scarsamente managerializzate; si tratta di un limite frequentemente riscontrabile in questa fase storica laddove i ‘grandi capitani’, i fondatori delle aziende, devono cedere le redini ai figli, non riuscendo a trovare meccanismi virtuosi per una proficua successione⁹². “Crediamo molto in questo processo, di cui i PIR sono un mero tassello. L’*upgrading* culturale della nostra impresa può dare esiti straordinari, basti guardare alle nostre multinazionali ‘tascabili’ o a quelle che si sono rafforzate dopo la crisi. Grazie ai PIR le *firm* che hanno grandi prodotti ma non i capitali potranno investire nel loro sviluppo compiendo un salto di qualità” (Fabrizio Pagani). Questi strumenti, in Italia, si rivolgeranno anche alla componente obbligazionaria, “riducendo così la dipendenza del tessuto industriale dal sistema bancario – afferma Tommaso Corcos, amministratore delegato di Eurizon Capital Sgr del gruppo Intesa Sanpaolo. I PIR traggono spunto dalle precedenti esperienze europee, ricalcandone le principali linee guida; in particolare, presentano molte similitudini con i *Plan d’épargne en actions* francesi. D’altro canto, gli strumenti italiani hanno degli elementi distintivi: il principale è il vincolo esplicito a un investimento minimo in strumenti emessi da società non appartenenti agli indici a maggiore capitalizzazione, che dovrebbero rappresentare uno stimolo allo sviluppo della piccola e media impresa italiana. E dalle prime settimane di raccolta si evince che i risparmiatori stanno dimostrando di apprezzare questa innovazione”⁹³.

⁹² “L’ossatura industriale del Paese è fatta dalle medie imprese che si finanziano, soprattutto, a debito e detengono un insufficiente capitale proprio; tale fatto, insieme alla loro riluttanza verso l’apertura a soci e manager esterni alla famiglia, ne limita le capacità di investire e crescere. Le agevolazioni fiscali concesse ai PIR mirano a rimediare a questo storico limite, incoraggiando l’investimento nel capitale di queste imprese” *La spinta dei PIR e l’errore di investirli sul mattone*, *corriere.it*, 23 novembre 2017

⁹³ “*Pir: cosa sono e quali sviluppi per le pmì*”, F. Spannige, 28 settembre 2017, *Businesspeople.it*

3.4 Estensione dei PIR al mercato immobiliare: La Legge di bilancio 2018

Con questo provvedimento, contemplato dalla Legge di bilancio 2018, secondo Paolo Crisafi (Assoimmobiliare), “si corregge la grave anomalia di una norma che aveva escluso un intero comparto: l’immobiliare non era stato riconosciuto come un settore produttivo del Paese e ora, invece, c’è pari dignità”. La norma originaria, contenuta nel comma 102 della legge 232/2016, escludeva dal *cluster* dei soggetti emittenti i PIR le imprese immobiliari, fornendone un’adeguata definizione. Al fine, dunque, di ampliare l’offerta degli strumenti, incrementando i potenziali emittenti – come illustrato dalla relazione governativa -, l’art. 1, comma 80 della Legge di bilancio 2018 ha abolito i punti del comma 102, consentendo anche alle immobiliari di finanziarsi mediante i PIR. “L’emendamento normativo (art. 1, comma 80, Legge 27 dicembre 2017, n. 205) ha abrogato due periodi testuali che vietavano espressamente l’investimento dei PIR nel settore immobiliare. L’iniziale esplicito interdetto era stato concepito come un presidio volto a scongiurare, legislativamente, il rischio di bolle speculative – in analogia al ‘sisma’ dei mutui *subprime* – nel medesimo settore che negli USA aveva innescato la crisi economica globale. Nello specifico, il Parlamento ha estinto il divieto cancellando le due seguenti frasi dal comma 102: «che svolgono attività diverse da quella immobiliare» e «Ai fini dei commi da 100 a 113 del presente articolo si presume, senza possibilità di prova contraria, impresa che svolge attività immobiliare quella il cui patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi da quelli alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l’attività di impresa, dagli impianti e dai fabbricati utilizzati direttamente nell’esercizio di impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell’esercizio di impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui l’impresa svolge l’attività agricola”⁹⁴. I chiarimenti sulla disciplina di tali strumenti sono stati forniti dal M.e.f. con una nota datata 4 ottobre 2017. La *ratio* sottesa a tale *restyling* normativo è quella di sostenere il settore edilizio

⁹⁴ A. Paletta, *11 miliardi investiti in PIR e Borsa Italiana apre ai PIR immobiliari*, diritto24.ilsole24ore.com, 22/02/2018

che, negli ultimi decenni, ha decisamente patito la crisi di liquidità e di accesso al credito o ai prestiti bancari, sebbene, nell'ultimo anno, l'incremento della domanda di mutuo è stata interpretata come un palese e interessante segnale di crescita: "L'iniziativa legislativa non è di poco conto, se si considera che dalla crisi del 2008 ad oggi l'industria delle costruzioni e delle filiere connesse col 'mattoncino' hanno vissuto uno dei periodi più difficili della storia. Secondo gli studi dei grandi *player* del settore, nel 2018 dovrebbe consolidarsi la svolta verso un ritorno alla crescita, ma la prudenza resta palpabile. Analisi qualificate stimano un aumento di circa il 2% sui valori medi a livello nazionale per gli immobili residenziali, nonché un incremento per quanto riguarda le compravendite compreso fra il 2% e il 4%"⁹⁵. Se le intenzioni del legislatore – incoraggiato dal successo riscosso in prima istanza dai PIR- mirano, ancora una volta, a 'mobilitare' liquidità accantonata dai privati verso il *brick market* cercando di rivitalizzare, con nuova linfa, un tradizionale e 'solido' campo d'investimento⁹⁶, le garanzie di un potenziale beneficio affaristico - inerente ai soggetti coinvolti - devono confrontarsi col persistere di una certa 'diffidenza' o cautela, in parte generata dalla *novitas* e, quindi, dalla 'messa in esperimento' di tale decisione politica. "Lo strumento dei PIR è guardato ancora con scetticismo nel settore immobiliare. Secondo le SGR immobiliari l'effetto dei piani individuali di risparmio è ritenuto neutro sul comparto e solo una minoranza (13%) stima un impatto positivo sullo stesso. Le ragioni di questo 'fiacco' *appeal* sono ritenute le elevate commissioni e il timore di una 'bolla' della collazione, oltre la prospettiva a cinque anni dell'investimento nello strumento"⁹⁷.

⁹⁵ A. Paletta, *Nuove prospettive di investimento con i PIR immobiliari*, diritto24.ilsole24ore.com, 27/02/2018

⁹⁶ "La grande diffusione e il gradimento dei PIR ha indotto il Governo ad estenderne la portata applicativa nell'ambito della Legge di Bilancio per il 2018: l'inclusione degli strumenti emessi da società immobiliari tra quelli considerati 'qualificati' (contribuendo alla quota del 70%) ai fini delle agevolazioni previste, può rappresentare un'ulteriore opportunità per gli investitori, soprattutto in un'ottica di diversificazione del portafoglio e riduzione dei rischi, anche in relazione ai più generali profili di *asset allocation*. Le società immobiliari che rientrano nella gestione del 70%, secondo il disposto del comma 102, sono società la cui attività esclusiva o prevalente si realizza nella costruzione e/o ristrutturazione degli immobili ovvero nell'acquisto e rivendita dei medesimi. Si tratta, in buona sostanza, di società per le quali gli immobili rappresentano un 'bene merce'." R. De Luca-N. Lucido, *I Piani Individuali di Risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, p. 9, fondazionenazionalecommercialisti.it

⁹⁷ *I PIR: un successo oltre le previsioni*, Banca Sella Holding Spa

3.5 La volatilità dei PIR

Come sostenuto in precedenza il PIR costituisce un contenitore caratterizzato da dinamicità e flessibilità in virtù dei quali la sua composizione qualitativa e quantitativa è suscettibile di modificarsi nel tempo. Tali variazioni, però, soggiacciono a specifici vincoli. Nell'ipotesi di prelievo della liquidità o di trasferimento degli strumenti finanziari ad un diverso rapporto anche se intestato al medesimo titolare - il volume del PIR subisce una 'contrazione': il suo valore, cioè, "si riduce di un ammontare corrispondente alle somme prelevate o al costo d'acquisto degli strumenti trasferiti"; tuttavia, il PIR può essere nuovamente rimpinguato – destinandovi altre risorse - nel medesimo anno del prelievo, del trasferimento o in un periodo successivo, sempre in ossequio al limite annuale di 30 mila euro⁹⁸. "I redditi derivanti dagli investimenti PIR 'conformi' – corrisposti in regime di esenzione, ovvero senza l'applicazione di ritenute alla fonte e di imposte sostitutive, fin dalla costituzione del piano stesso – essendo imputabili all'investitore e non al PIR, se non sono prelevati vengono considerati alla stregua di nuovi versamenti e, aumentando la liquidità, incrementano il valore del PIR medesimo di un ammontare corrispondente, e rilevano al fine del computo dei limiti annuale e progressivo". L'ultimo capoverso del comma 106 dell'art. 1, Legge di bilancio 2017, prevede che, in caso di anticipato rimborso degli strumenti finanziari oggetto di investimento, il controvalore conseguito "deve essere reinvestito" entro un determinato lasso temporale che decorre dal momento del rimborso eseguito⁹⁹. Tale

⁹⁸ "Sotto il profilo delle variazioni quantitative, se si investono 30.000 euro e si prelevano 3.000 euro, ciò significa che la somma di euro 3.000 potrà essere ancora destinata al piano. Va da sé che se lo si farà in un anno successivo, occorrerà che le altre somme destinate al piano non superino l'importo di euro 27.000, stante il limite annuale fisso di euro 30.000. Un aspetto che appare penalizzante riguarda i redditi derivanti dagli investimenti PIR conformi che, essendo imputabili all'investitore e non al PIR, se non sono prelevati, si considerano nuovi versamenti e, aumentando la liquidità, aumentano il valore del PIR medesimo di un ammontare corrispondente, e rilevano pertanto al fine del computo dei limiti annuale e complessivo" A. Germani-F. Mariotti, *PIR: tra chiarimenti normativi e opportunità di mercato*, Dottrina Euteke, 2017, p. 42

⁹⁹ "Per quanto riguarda il concetto di reinvestimento del 'controvalore conseguito' va precisato che quest'ultimo è l'ammontare ricevuto in occasione del rimborso (comprensivo di eventuali plusvalenze e minusvalenze realizzate). Quindi, in maniera favorevole all'investitore, viene chiarito che ai fini della verifica del rispetto del limite annuale di 30.000 euro e di quello complessivo di 150.000 euro, il reinvestimento del controvalore conseguito con il rimborso non va considerato come un nuovo investimento. Mentre per ciò che concerne la determinazione del reddito derivante da un'eventuale cessione del nuovo strumento finanziario deve, infine, essere considerato il costo di acquisto dello stesso" A. Germani-F. Mariotti, op. cit., *ibidem*

reinvestimento comporta che: a) i redditi derivanti dallo strumento finanziario rimborsato, percepiti nel periodo intermedio, sono esclusi dal meccanismo di recupero a tassazione di cui al comma 106; b) i redditi percepiti al momento del rimborso non sono soggetti ad imposizione. “Nel caso in cui gli strumenti finanziari oggetto di reinvestimento siano ceduti prima che sia trascorso il periodo di tempo minimo necessario a maturare l'*holding period*, le conseguenze derivanti dalla cessione di strumenti finanziari prima del quinquennio desumibili dal comma 106 si verificano non solo per i redditi derivanti da questi ultimi strumenti finanziari ma anche per quelli derivanti dagli strumenti finanziari che sono stati oggetto di rimborso”.

Inoltre il rimborso degli strumenti finanziari inclusi nel Piano – prima che spiri l'intervallo minimo quinquennale – non determina conseguenze fiscali, a patto che venga seguito dal reinvestimento in altri strumenti finanziari. “Più specificamente, in caso di cessione degli strumenti finanziari oggetto di investimento ‘PIR conforme’, prima dei cinque anni, se il corrispettivo di cessione viene reinvestito entro 90 giorni dalla cessione stessa, il periodo di possesso dello strumento ceduto si somma a quello dello strumento acquistato. Il periodo di 90 giorni entro cui effettuare il reinvestimento si somma al periodo di possesso quinquennale. Il decorso del termine quinquennale è, quindi, sospeso durante il suddetto periodo di 90 giorni. In tal caso: a) i redditi derivanti dallo strumento finanziario ceduto, percepiti *medio tempore*, non sono soggetti al meccanismo del recupero a tassazione di cui al comma 106; b) i redditi percepiti al momento della cessione non sono soggetti ad imposizione. Qualora gli strumenti finanziari oggetto di reinvestimento siano ceduti prima che sia trascorso il periodo di tempo minimo necessario a maturare l'*holding period*, le conseguenze di cui al comma 106 si verificano non solo per i redditi derivanti da questi ultimi strumenti finanziari ma anche per quelli derivanti dagli strumenti finanziari che sono stati oggetto di cessione”

3.6 PIR e profili fiscali

La principale agevolazione concessa ai PIR ‘conformi’ – istituiti, cioè, in ossequio ai requisiti precedentemente esaminati – concerne l’introduzione di un regime di non imponibilità dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria derivanti dagli investimenti effettuati in un piano di risparmio *on the long run*. Tale beneficio, definito dal comma 100, implica l’esenzione dalle imposte sostitutive e dalle ritenute generalmente applicate sui redditi in questione, escludendo, tuttavia, i proventi di natura finanziaria derivanti da partecipazioni qualificate. La norma in questione identifica il duplice contesto di applicazione dell’agevolazione: riguardo al profilo soggettivo, possono usufruire dell’immunità fiscale le persone fisiche residenti nel territorio nazionale che ottengono i proventi in questione al di fuori dell’esercizio di impresa commerciale; sotto il profilo oggettivo, tali somme sono configurabili in base ad una delle tassonomie di redditi di capitale e di redditi diversi indicati, rispettivamente, all’art. 44 e all’art. 67, comma 1, dalla lett.c-*bis*) alla lett. C-*quinquies*), del TUIR. Il comma 106 stabilisce che, ai fini del versamento delle imposte e degli interessi dovuti, gli intermediari possono effettuare disinvestimenti o chiedere la provvista al titolare del piano. Tuttavia, anche se per gli strumenti finanziari non è ancora maturato l’*holding period*, nell’ipotesi che il disinvestimento sia effettuato al fine di versare all’erario le imposte dovute, secondo le Linee Guida del MEF non si procede al recupero a tassazione dei redditi derivanti dai predetti strumenti, laddove i disinvestimenti non causino la violazione dei vincoli di composizione e concentrazione del piano. Le stesse conseguenze possono essere previste, dunque, per le dismissioni realizzate al fine di effettuare il pagamento dell’imposta di bollo sugli estratti conto e sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari contenuti nel PIR. “Laddove gli strumenti finanziari inclusi nel paniere del Piano violino il requisito temporale, il regime agevolativo viene meno *ex tunc*: di conseguenza, l’aliquota di imposta applicabile è quella vigente al momento della percezione dei proventi, essendo questo il momento in cui si è verificato il presupposto impositivo, oltre agli interessi e senza

applicazione di sanzioni. In relazione ai parametri imposti dalla norma, giova sottolineare anche come, in caso di decesso della persona fisica titolare del PIR, decade uno dei requisiti stabiliti dalla legge per fruire dell'agevolazione: il comma 100, infatti, stabilisce che non sono soggetti ad imposizione i redditi derivanti dagli investimenti in PIR che, ai sensi del successivo comma 101, sono costituiti attraverso l'apertura di un rapporto che prevede «l'esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato» di cui all'art. 6 del D.Lgs. 461/1997 o «di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione». Di conseguenza, poiché il titolare del PIR è la persona fisica che ha esercitato l'opzione o stipulato i contratti sopra menzionati, la perdita di un requisito successivamente all'apertura del piano ne determina la chiusura. Ad ogni modo, siccome il decesso non consente di verificare il rispetto da parte dell'investitore dell'*holding period* relativo agli strumenti finanziari che compongono il piano, è possibile evitare l'applicazione del meccanismo di recupero a tassazione previsto dai commi 106 e 107, ai redditi degli strumenti finanziari che, al momento del decesso, non hanno maturato il requisito temporale”¹⁰⁰.

¹⁰⁰ R. De Luca-N. Lucido, *I Piani Individuali di Risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, p. 13, fondazione nazionalecommercialisti.it

Capitolo 4 - Crediti deteriorati e tecniche di gestione: Fondi NPL (*non performing loans* - NPLs)

4.1 Mercato *non performing loans* in Italia

Gli accumuli di non performing loans nei bilanci delle banche europee ed italiane è al centro del dibattito sui problemi dell'Eurozona. Probabilmente la nascita di questo fenomeno risale alla recente crisi economica-finanziaria che ha colpito l'Europa negli ultimi anni. Dal 2010 la problematica dei suddetti crediti deteriorati è divenuta di rilevanza centrale per gli operatori tale da essere definita “*a priority on the agenda of policymakers in Europe*”¹⁰¹. Si tratta di un fenomeno che si è diffuso in misura tale da incidere, non solo a livello microeconomico sui singoli intermediari, ma sull'intero sistema economico. Si assiste infatti ad una fase in cui l'incremento dei *non performing loans* (NPLs) fa sì che il boom del credito si trasforma in “fallimento”. La grande eredità di *non-performing exposures* (NPEs)¹⁰² che sussiste nei bilanci degli istituti finanziari dell'Unione Europea (UE) è sempre più vista come una minaccia per il successo dell'Unione Bancaria e dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC). Il ‘nomoteta’ ha recentemente incrementato il proprio intervento per accelerare il processo di riduzione dei *non performing loans* all'interno dei bilanci bancari, con l'obiettivo di apportare vantaggi all'economia con una visione sia micro che macro-prudenziale, promuovendo in parallelo la riduzione e la condivisione del rischio legato all'operatività di banche e imprese di investimento. Nel mese di luglio 2017 il Consiglio dell'Unione Europea ha annunciato un piano d'azione¹⁰³ per affrontare la questione, rilevando che “...la crisi finanziaria e le

¹⁰¹ B. Bruno ,I. Marino ,NPLs and resource allocation in crisis and post crisis years: Evidence from European banks, Milano, Giugno 2016

¹⁰² In questa sede, così come nelle linee guida sugli NPL, i concetti di “crediti deteriorati” (non-performing loans, NPL) ed “esposizioni deteriorate” (*non-performing exposures*, NPE) sono considerati equivalenti.

¹⁰³ Le linee guida pubblicate a Marzo 2018 dall'*European Banking Authority* (EBA), “*Consultation paper – Guidelines on management of non-performing and forbore exposures*” contribuiscono a questo piano d'azione. Tale documento fornisce raccomandazioni alle banche sul tema dei crediti deteriorati illustrando specifiche pratiche di risk management da adottare nella gestione del *non-performing exposures*. Tutti gli istituti finanziari dovranno identificare e affrontare eventuali lacune nelle loro politiche e procedure in riferimento alle linee guida, incluso la *governance*, operazioni di riconoscimento dei *non-performing loans* e misure di *impairment*

conseguenti recessioni, unite a fattori strutturali, a volte accompagnati da pratiche di concessione dei crediti inadeguate, hanno determinato la presenza, nelle banche di alcuni Stati membri, di elevate percentuali di crediti deteriorati"¹⁰⁴, riconoscendo inoltre che rispetto ai *trend* del passato, negli ultimi anni non si siano osservati, nella maggior parte degli Stati membri, percentuali elevate di crediti deteriorati. I volumi di crediti deteriorati che si registrano attualmente in alcuni Stati membri potrebbero non ridimensionarsi ad un ritmo soddisfacente nonostante il contesto di rilancio economico, motivo per cui il Consiglio Europeo ha accolto con favore "...le misure già adottate e i progressi significativi compiuti da alcuni degli Stati membri interessati e dalle istituzioni e gli organismi dell'UE per dare risposta a questa eredità problematica e prevenirne la ricomparsa"¹⁰⁵, sottolineando che è necessario incentivare tutti gli enti creditizi dell'UE a ricondurre le percentuali di non-performing loans a livelli inferiori accettabili.

In quest'ottica, il Consiglio ha invitato, gli enti creditizi a sviluppare misure preventive di carattere prudenziale, applicabile alle nuove linee di credito concesse, oltre a presentare orientamenti generali sulla gestione dei crediti deteriorati preesistenti, rafforzandone gli obblighi di informativa. Inoltre invita gli enti creditizi a sviluppare adeguati strumenti di monitoraggio e valutazione dei crediti con particolare riguardo alla trasparenza e stima della solvibilità del mutuatario. Nonostante il fenomeno dei *non performing loans* si presenti di portata europea, l'evoluzione del problema non si è sviluppato in maniera omogenea nei vari paesi dell'Unione, dove in alcuni l'incidenza dei crediti deteriorati sull'attivo risulta abbastanza contenuta contro altri in cui si è assistito ad un notevole incremento percentuale dell'incidenza dei *non performing loans* sull'attivo. Secondo le classificazioni dell'European Banking Authority (EBA) in Europa, l'Italia detiene un cospicuo volume di crediti deteriorati, pari al 37%, preceduta solo da Cipro, Grecia e Portogallo. Il tema dei *non performing loans* è fondamentale per l'economia dell'intero

¹⁰⁴ Conclusioni del Consiglio sul piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa, Comunicato Stampa 459/17 dell'11/07/2017, par 1

Paese: livelli elevati di crediti deteriorati hanno impatti negativi sul clima generale di fiducia nei confronti del sistema bancario, causando un incremento del costo della raccolta e del capitale per gli istituti. I crediti deteriorati in Italia, dopo aver raggiunto un picco a metà del 2015 (con 341 miliardi di Euro di Non Performing Loan nei portafogli delle banche italiane), hanno registrato una rapida discesa negli anni successivi. Il problema dei *non performing loans* presso le banche italiane è in gran parte il risultato di un prolungato periodo di recessione che ha colpito l'economia Italiana negli ultimi anni e dal sistema 'flemmatico' di recupero del credito. La recessione economica che ha colpito l'Italia tra il 2008¹⁰⁶ e il 2014¹⁰⁷ ha gravemente compromesso i bilanci delle banche italiane e la qualità del credito. La crisi economica può essere suddivisa in due fasi distinte. Riguardo la fase uno della crisi finanziaria, il sistema bancario aveva reagito relativamente bene alla recessione del 2008-09, innescata dal collasso del mercato dei mutui *subprime* statunitensi e dalla crisi dei prodotti strutturati¹⁰⁸, ai quali le banche italiane erano molto esposte a differenza delle loro controparti europee. La seconda fase della crisi finanziaria è iniziata nella seconda metà del 2011 con la crisi del debito sovrano¹⁰⁹. Con il nuovo periodo di recessione, la capacità dei clienti di rimborsare il debito si è ulteriormente ridotta, portando ad un nuovo aumento del tasso e di maggiori volumi di *non performing loans*. Nel suo Rapporto Mensile del mese di Settembre 2018 l'Associazione bancaria italiana (ABI) calcolava che le "sofferenze nette (cioè al netto delle svalutazioni e accantonamenti già

¹⁰⁶ Sull'argomento si v. F. MERUSI, Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, in Banca, borsa, tit. cred., 2009, I, p. 254: "Nel caso dell'attuale crisi è invece chiara la causa, non ancora definite le risposte istituzionali, che, almeno per il momento, non sembrano aver alcun nesso con la causa. [...] La causa della crisi attuale non è, come nel 1929, economica, ma finanziaria. La crisi è stata generata dalla cartolarizzazione, in varie forme, del rischio di credito."

¹⁰⁷ "La crisi ha eroso la resilienza iniziale del settore bancario italiano e ne ha indebolito la capacità di sostenere la ripresa economica. La prolungata recessione incide sui bilanci delle banche italiane attraverso un forte aumento dei prestiti societari in sofferenza che grava sulla redditività. Le condizioni del credito, soprattutto per le (piccole) imprese, rimangono rigide. La maggiore esposizione al debito sovrano nazionale ha reso le banche più vulnerabili all'andamento delle finanze pubbliche. Nonostante un graduale miglioramento delle condizioni di liquidità, le banche italiane rimangono in larga misura dipendenti dal finanziamento dell'Eurosistema. Nel complesso il settore ha rafforzato la sua posizione patrimoniale negli ultimi anni, ma gli enti di media dimensione di secondo livello appaiono più deboli rispetto al resto del settore" Squilibri macroeconomici — Italia 2014, direzione generale degli Affari economici e finanziari, sotto la direzione di Servaas Deroose, direttore generale aggiunto, István P. Székely e Anne Bucher, direttori.

¹⁰⁸ Sono obbligazioni che comprendono una componente derivativa, che consente al sottoscrittore di percepire un rendimento aleatorio legato all'andamento di una o più attività sottostanti (come azioni, indici azionari, merci, valute). <https://www.bancaditalia.it>

¹⁰⁹ Alfieri M, Bad Bank 330 miliardi di crediti bancari a rischio. Ecco perché il governo pensa di intervenire, L'Huffington Post, Febbraio 2015; <http://www.huffingtonpost.it/>

effettuati dalle banche con proprie risorse) a luglio 2018 si sono attestate a 40,1 miliardi di euro; un valore in diminuzione di oltre 2,6 miliardi rispetto ai 42,8 miliardi del mese precedente e in forte calo, meno 46,7 miliardi, rispetto al dato di dicembre 2016 (86,8 miliardi). In 19 mesi si sono quindi ridotte di quasi il 54%. Rispetto al livello massimo delle sofferenze nette raggiunto a novembre 2015 (88,8 miliardi), la riduzione è di 48,7 miliardi, cioè diminuisce di oltre il 54,8%”¹¹⁰. Secondo stime Banca d’Italia, la maggior parte delle sofferenze nette nel nostro Paese sono coperte da garanzie reali, che risultano più difficili da alienare. Analizzando quanto detto, in un’economia nella quale gli enti creditizi rivestono un ruolo determinante nel processo di intermediazione finanziaria, tra le difficoltà dell’economia italiana, gli elevati volumi di crediti deteriorati e dunque la dimensione del problema dei *non performing loans* rappresentano un problema scoraggiante per la risoluzione. Il problema dei *non performing loans* a livello di sistema può danneggiare gravemente le prospettive di crescita di un Paese poiché impedisce alle banche di allocare il credito attraverso l’economia.

Il successo di una strategia di risoluzione NPL dipende da diversi fattori che possono modellare l’idoneità dei vari strumenti politici, tra cui:

- la dimensione del problema NPL in relazione alla capacità di assorbire le perdite delle banche;
- il contesto macroeconomico e le problematiche del settore bancario strutturale (la portata delle misure di risoluzione delle NPL rimane nazionale. Le crisi bancarie non necessariamente interessano più di un paese allo stesso tempo, e anche quando lo fanno, le soluzioni vengono in genere ideate e attuate a livello nazionale);
- il tipo di attività che sono alla base delle NPL;
- lo spazio fiscale per fornire supporto al settore bancario, se necessario;
- vincoli legali e giudiziari. ¹¹¹

¹¹⁰ Rapporto mensile ABI – Settembre 2018, Il rapporto mensile dell’ABI rende disponibili una serie di informazioni quantitative che sono in anticipo rispetto ad ogni altra rilevazione in proposito. Tale possibilità è determinata dal fatto che le banche sono i produttori stessi di queste informazioni.

¹¹¹ Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL), Banca Centrale Europea, Marzo 2017

Il sistema su quale si pongono le proposte cardine sulle difficoltà riguardanti la gestione degli *non performing loans* è che per ottimizzare in fretta i bilanci bancari siano indispensabili interventi pubblici orientati a facilitare il trasferimento a potenziali acquirenti di questi attivi deteriorati. La stessa BCE sembra essersi recentemente allineata a questo orientamento¹¹², mentre la sua posizione era prima tendenzialmente in accordo con quella della Banca d'Italia (Visco, 2016), come emergeva dalle parole di Draghi (2016) secondo cui “risolvere efficacemente il problema degli NPL richiede anni. Non è una questione che possa essere affrontata in modo affrettato e risolta in tempi brevi”, e sugli Npl “è necessario uno sforzo congiunto a livello di gestori, ma anche a livello di unità di vigilanza” e “gli Stati membri devono garantire un contesto giuridico in cui la questione” dei crediti deteriorati “possa esser risolta” (Draghi, 2017). Le soluzioni si basano, come noto, o sulla creazione di *bad bank* (*Asset Management Company*, AMC) o sulla costituzione di società veicolo esterne per la cartolarizzazione degli crediti deteriorati. Il Governo italiano ha privilegiato quest’ultima soluzione¹¹³, tralasciando la soluzione della creazione di *bad bank* di sistema per eludere i limiti scaturenti dalla normativa europea sugli aiuti di Stato.

A mio avviso il superamento del problema degli NPL non deve obbligatoriamente muoversi verso una veloce cessione sul mercato. L’alienazione dei *non performing*

¹¹² “La Banca centrale europea dà il suo benestare alla creazione di *bad bank* finanziate con denaro pubblico per aiutare l’eliminazione dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche dell’eurozona, che ammontano a poco meno di mille miliardi di euro, ma è favorevole a soluzioni nazionali basate su uno schema europeo, invece che a un unico veicolo, come proposto nei giorni scorsi dal presidente della *European Banking Authority*, Andrea Enria”, in contro-tendenza la posizione del vice-presidente della BCE, Vitor Costancio che ha sostenuto che “asset management company» europea, come quella suggerita da Enria, potrebbe incontrare difficoltà”, infatti “...si sono levate voci critiche soprattutto in Germania, dove si teme che questo veicolo possa essere utilizzato per far pagare ai contribuenti tedeschi i costi dei sistemi bancari altrui. C’è infatti un’ampia disparità nel peso dei crediti deteriorati (Npl) nei diversi sistemi bancari, con gli istituti di credito di Italia (che conta su un quarto circa degli Npl totali delle banche europee) e Portogallo al momento sotto i riflettori, anche se le percentuali più alte di Npl sono in Paesi come Grecia e Cipro”.

La Bce apre all’ipotesi di «*bad bank*» per gli Npl, <https://www.ilsole24ore.com>, Febbraio 2017.

¹¹³In data 3 agosto 2016, conformemente a quanto previsto all’articolo 13 del Decreto Legge, è stato approvato il Decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze (il “Decreto”), con cui sono state introdotte le disposizioni di attuazione della disciplina della GACS di cui al Decreto-Legge. La disciplina introdotta, come noto, ha lo scopo di agevolare le banche e gli intermediari finanziari con sede in Italia nelle attività di smobilizzo dei crediti deteriorati e di facilitare lo sviluppo di un mercato italiano dei non performing loans, nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della Legge 30 aprile 1999, n. 130 (la “Legge 130”), Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016, Avv. Patrizio Messina e Avv. Gianrico Giannesi, Orrick

Nell’ambito dello schema denominato “Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze” (GACS), i veicoli possono comprare una garanzia pubblica sulle tranche senior emesse a fronte delle sofferenze acquistate dalle banche. Dato che le commissioni pagate per la GACS dovrebbero coprire integralmente i costi attesi, la garanzia pubblica non ha la natura di aiuto di stato.

loans resta ovviamente una possibilità gestionale, che nondimeno, sostiene la Banca d'Italia, ma che dovrebbe essere lasciata alla discrezionalità degli amministratori; gli organi di vigilanza sono consapevoli “della necessità di non forzare politiche generalizzate di vendita dei crediti deteriorati che conducono, di fatto, ad un trasferimento di risorse dalle banche italiane a pochi investitori specializzati”¹¹⁴. In tale ottica la vigilanza dovrebbe presupporre il superamento delle fragilità scaturenti dallo sproporzionato livello dei crediti deteriorati netti rapportati ai mezzi propri che contraddistingue oggi molte banche italiane. Svendere gli NPL in considerazione al maggior valore iscritto bilancio provocherebbe risultati negativi sul patrimonio, lasciando quindi apparentemente irrisolto il problema. Limitare la risoluzione del problema dei *non performing loans*, come oggi si raccomanda, non è capace di superare le fragilità strutturali delle banche italiane, scaturenti da lentezze dei loro modelli di business, difatti ad accrescere il volume di crediti deteriorati, ha fino ad oggi contribuito anche la lentezza delle sistemi di recupero. È doverosa una modifica della normativa regolamentare e di vigilanza. Le autorità di vigilanza dovrebbero inquadrare i loro controlli sulla vitalità di lungo termine degli istituti finanziari, piuttosto che su alcuni requisiti di capitale.

¹¹⁴ Banca d'Italia (2017b), Considerazioni finali del Governatore. Relazione Annuale anno 2016, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it>

4.2 Definizione dei non performing loans e caratteristiche principali

Le definizioni di credito deteriorato, definiti anche *non-performing loans* (NPL), in ambito UE sono molto eterogenee, e quella adottata dalle banche italiane è particolarmente ampia¹¹⁵. Difatti, la circolare n. 272 del 30 Luglio 2008 di Banca d'Italia, definisce i *non performing loans* come “crediti problematici, di difficile riscossione e recupero”. Etimologicamente per credito deteriorato si intende quella esposizione al rischio da parte delle banche, nei confronti di soggetti terzi, che a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle obbligazioni contrattuali. Affinché si possa parlare di credito deteriorato è necessario che sussistano due parametri: i “ritardi” nei pagamenti e la “probabilità di default” della controparte. Caratteristiche fondamentali dei suddetti strumenti sono la loro diversa capacità di manifestare diversi livelli di rischio.

Le definizioni di non performing loans variano, ai fini regolamentari, tra paesi e paesi. Ciò complica una comparazione tra Paesi, sia per le autorità che per le componenti del mercato. Il problema è ancora più immediato durante una crisi, quando le autorità hanno bisogno di una ‘metrica’ affidabile. Riconoscendo la necessità di una migliore comparabilità del contenuto informativo e dei dati relativi ai *non performing loans*, il Comitato di Basilea su Banking Supervision (BCBS) ha recentemente pubblicato un documento di orientamento (BCBS 2017)¹¹⁶. Questo documento introduce le linee guida per promuovere l'armonizzazione nella misurazione e applicazione delle esposizioni deteriorate, favorendo in tal modo la coerenza delle segnalazioni di vigilanza. Una convergenza nella regolamentazione e nel trattamento dei crediti deteriorati sta attraversando tutta l'Unione europea, dove i paesi condividono una regolamentazione bancaria comune. Nel 2013 l'EBA (*European Banking Authority*)

¹¹⁵ Cfr. S. Barisitz, “*Non performing Loans* in Western Europe – A Selective Comparison of Countries and National Definitions”, Oesterreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration, Q1/13, <http://www.oenb.at/>

¹¹⁶ Guidelines Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance, Basel Committee on Banking Supervision, 04 Aprile 2017

ha emesso lo standard tecnico sugli *NPL*, fornendo indicazioni per stabilire definizioni armonizzate su quando classificare un'esposizione come in sofferenza¹¹⁷. Nel 2017, la Banca centrale Europea ha pubblicato orientamenti pratici sul trattamento delle sofferenze nei paesi dell'SSM¹¹⁸, con l'obiettivo di favorire una solida identificazione, misurazione e trattamento di queste attività¹¹⁹.

Le sofferenze “sono i crediti delle banche che, in un certo momento, su decisione del management, vengono classificati come sofferenze”¹²⁰, sono quindi quei crediti degli istituti di credito verso soggetti, che possono essere persone fisiche e società, che in seguito peggioramento della situazione patrimoniale ed economica, non sono in grado adempiere in tutto o in parte agli ‘impegni’ contrattuali. Si definiscono “deteriorate” quelle esposizioni creditizie per cassa (finanziamenti e titoli di debito) e “fuori bilancio”¹²¹ (garanzie rilasciate, impegni irrevocabili e revocabili a erogare fondi, ecc.) verso debitori che ricadono nella categoria “*non-performing*”, questi vengono evidenziati e separati dai cosiddetti crediti in bonis, ovvero quelli che non presentano alcun tipo di criticità. La necessità di eseguire siffatta suddivisione è utile all'istituto finanziario per sorvegliare la propria posizione di rischio e a assumere le adeguate cautele. Oltre a ciò i crediti deteriorati individuano un'ampia classe di attività, all'interno della quale sono presenti crediti con diverso grado di deterioramento. Le tre vigenti sottoclassi di NPL sono: le “sofferenze”, le “inadempienze probabili” e le “esposizioni scadute e/o sconfinanti”.¹²²

Più dettagliatamente si definiscono:

¹¹⁷ EBA Final draft Implementing Technical Standards, On Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013

¹¹⁸ Acronimo di Single Supervisory Mechanism-Sistema unico di vigilanza Europeo

¹¹⁹ Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL), Banca Centrale Europea, Marzo 2017

¹²⁰ Masciandaro D. - Porta A. (a cura di), “Le sofferenze bancarie in Italia. Cause, effetti su intermediari e imprese, profili di vigilanza”, Bancaria Editrice, Roma 1998, pag.97

¹²¹ Un'operazione “fuori bilancio” è considerata deteriorata se, nel caso di utilizzo, può dar luogo a un'esposizione che presenta il rischio di non essere pienamente rimborsata, rispettando le condizioni contrattuali.

¹²² La Circolare di Banca d'Italia n. 272 del 30 luglio 2008 (Fascicolo «Matrice dei conti») ha lo scopo di definire le attività deteriorate. Nel 7° aggiornamento del 20 gennaio 20152 vengono abrogate le nozioni di esposizioni incagliate e di esposizioni ristrutturate. Il testo integrale della Circolare è disponibile sul sito web della Banca d'Italia nella pagina: <http://www.bancaditalia.it/>

- Inadempienze probabili, quei crediti per i quali la banca giudichi improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie¹²³. La valutazione da parte della banca deve presentarsi svincolato dall'esistenza di importi scaduti, è un giudizio di rischio attuato a priori della concretizzazione di tale rischio
- Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate quelle “esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili) che sono scadute o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza.”¹²⁴
- Sofferenze, esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili. Si fa riferimento al concetto di *workout*, che nella cultura letteraria può assumere diverse ‘sfaccettature’, come quanta sostenuto da Claudio Scardovi, pertanto interpretiamo come quella tecnica che massimizza il presumibile valore di recupero nella circostanza di crediti non performing¹²⁵

¹²³ I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano, Banca d'Italia, 25 maggio 2017

¹²⁴ <https://www.borsaitaliana.it/>

¹²⁵ “*Holistic Active Management of Non-Performing Loans*”, Claudio Scardovi, Springer International Publishing Switzerland 2016: pag. 1

4.3 Gestione dei *non performing loans*

Negli ultimi anni è emersa la necessità per le banche italiane di ridurre lo stock di crediti deteriorati poiché impattando negativamente sulla loro redditività e limitando la loro capacità di erogazione dei prestiti, sono in grado di minare la stabilità finanziaria del paese in riferimento. Oggigiorno dunque l'obiettivo primario degli intermediari finanziari è quello di ottenere performance in grado di minimizzare il rischio dei crediti deteriorati. Un ruolo fondamentale è rivestito dalla BCE che si occupa di salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo. In particolare è interessata a:

- Controllare il livello complessivo degli NPL;
- Verificare se le singole banche gestiscono adeguatamente la rischiosità dei propri crediti;
- Svolgere regolarmente esercizi coordinati al fine di esaminare la qualità degli attivi delle banche.¹²⁶

‘Draft guidance to banks on *non-performing loans*’ è la prima forma di consultazione pubblica avviata dalla BCE, il 12 settembre 2016, e pubblicata poi definitivamente nel marzo 2017, mediante il documento intitolato ‘Guidance to banks on *non-performing loans*’¹²⁷. Si tratta di un documento rivolto “a tutti gli enti significativi (*significant institutions*) sottoposti alla vigilanza diretta della BCE, comprese le loro controllate nazionali e internazionali¹²⁸” e fornisce indicazioni agli istituti finanziari sul tema dei crediti deteriorati ed illustra una serie di ‘best practice’ da adottare nella gestione dei *non-performing loans*. Nello specifico si occupa di

¹²⁶ “Le autorità di vigilanza della BCE hanno fissato i requisiti patrimoniali per le principali banche italiane nell’ambito del processo SREP” di Mauro Introzzi, SREP BCE 2018: requisiti per le banche italiane, Gennaio 2018. Lo SREP (acronimo di supervisory Review and Evaluation Process) è un processo di revisione e valutazione prudenziale comune condotto ogni anno per ciascuna banca, volto a verificare se le banche hanno le risorse necessarie per far fronte ai loro rischi assunti

¹²⁷Guidance to banks on non-performing loans' chiarisce ulteriormente il perimetro di applicazione delle linee guida, le aspettative della vigilanza ed i tempi di attuazione degli NPL. Le linee guida sono applicabili a decorrere dalla data di pubblicazione e verranno integrate nel Supervisory Review and Evaluation Process (SREP). Si sottolinea come esse non siano uno strumento vincolante nella Guidance ma, precisano come, “gli scostamenti devono essere spiegati e motivati su richiesta dell’Autorità di vigilanza”

¹²⁸ <https://www.bankingsupervision.europa.eu/>

definire “le strategie per la riduzione degli NPL, i modelli di governance e gli assetti operativi e organizzativi, la gestione delle misure di concessione (*forbearance*)¹²⁹, i modelli di rilevazione e classificazione degli NPL¹³⁰, le politiche di accantonamento e di cancellazione contabile dei crediti deteriorati, i modelli, i processi e gli strumenti per la valutazione delle garanzie”¹³¹

Successivamente anche altri organi e istituzioni dell’UE, rispettivamente Banca d’Italia e l’Autorità bancaria europea¹³², hanno prodotto degli schemi necessari per ridurre l’elevato stock degli NPL. Nel quadro di questi lavori sono stati pubblicati:

- Le Linee guida per le banche *Less Significant* italiane;
- L’Addendum alle Linee guida della BCE.

Per quanto concerne il primo pubblicato, Banca d’Italia ha avviato una consultazione pubblica sul tema delle ‘Linee Guida per le banche *Less Significant* italiane’, i cui contenuti ricalcano sostanzialmente quelli delle linee guida introdotti dalla BCE. Di rilevanza maggiore, invece, riveste il secondo pubblicato, ‘l’Addendum alle Linee guida della BCE’ che precisa il volume minimo di accantonamenti che le banche dovrebbero costituire per poter fronteggiare le esposizioni deteriorate.¹³³

Dall’analisi si deduce che le banche sono in possesso di varie forme di gestione dei *non performing loans* iscritti in bilancio, ma si tratta di attività estremamente complesse ed articolate, suscettibili sia delle caratteristiche inerenti alla singola banca sia del

¹²⁹ “Le esposizioni creditizie oggetto di concessione (definite, appunto, *forbearance*) possono rientrare, a seconda dei casi, tra le sofferenze, le inadempienze probabili oppure tra le esposizioni scadute e/o sconfinanti, non costituendo una categoria specifica ed indipendente di attività deteriorate”. <http://www.diritto24.ilsole24ore.com>

¹³⁰ Banca d’Italia, come si è visto nei capitoli precedenti, suddivide gli Npl in tre diverse tipologie: esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, inadempienze possibili e sofferenze.

¹³¹ <https://assets.kpmg.com/~/media/documents/services/2018/03/14/non-performing-loan-in-italia-2018>

¹³² L’Autorità bancaria europea, in inglese European Banking Authority, è un organismo dell’Unione europea che dal primo gennaio 2011 ha il compito di sorvegliare il mercato bancario del vecchio continente. L’obiettivo dell’European Banking Authority - alla quale partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria della Ue - è proteggere l’interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all’efficacia del sistema finanziario, alla trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari, nonché alla protezione di intermediari e investitori. Il presidente è l’italiano Andrea Enria. Definizione Sole 24ore (articolo 31 gennaio 2017)

¹³³ In particolare, il 14 marzo 2018 la Commissione Europea ha proposto alcune modifiche al Regolamento n° 575/2013 EU per incrementare i livelli di accantonamento delle banche a fronte dei nuovi crediti deteriorati e per facilitare il deconsolidamento degli NPL esistenti con l’obiettivo finale di ridurre i rischi del settore. Il 15 marzo 2018 la BCE ha, invece, pubblicato la versione finale dell’addendum alle NPL Guidance, ‘Prudential provisioning backstop for non-performing exposures’, che specifica le attese della vigilanza relativamente al livello minimo di accantonamenti atteso sulle esposizioni

numero di crediti deteriorati che compongono il portafoglio “esposizioni deteriorate”. Tra le varie forme di mantenimento dei *non-performing loan* assumono una maggior importanza le operazioni di cessioni e cartolarizzazione e la costituzione dei fondi comuni di investimento. Nel caso specifico di cessioni e cartolarizzazioni, in contropartita le banche sono costrette ad accettare significative percentuali di riduzione dei crediti da esse erogati; è evidente come, in questo caso, l’operazione appare poco vantaggiosa per la banca, la quale se non ha effettuato una corretta classificazione dei crediti in parola, dovrà affrontare gli squilibri connessi a tale cambiamento. Diversamente invece è la situazione in cui si ipotizza di gestire gli NPL mediante la costituzione di fondi comuni di investimento, infatti tali fondi consentono ai debitori delle banche di estinguere le proprie posizioni a condizioni più favorevoli di quelle riscontrabili nelle operazioni di cartolarizzazione. Al momento, il ‘nomoteta’ ha circoscritto il proprio ambito di applicazione con particolare riguardo agli *asset* in cui il fondo può investire, senza delineare una precisa descrizione per i fondi di credito. A tal proposito, l’art. 1 comma 1 lett. k) del TUF, spiega che “l’organismo collettivo del risparmio può investire il proprio patrimonio oltre che in strumenti finanziari, in crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR¹³⁴¹³⁵”.

“...Nella differente ipotesi della costituzione di fondi comuni d’investimento destinati alla gestione di non performing loans, le banche conseguono ricavi dalla dismissione delle posizioni debitorie più favorevoli rispetto a quelli consentiti dalle operazioni in precedenza esaminate. Al riguardo, denota peculiare importanza la tipologia degli Oicr ad apporto - applicabile anche ai crediti chirografari, oltre che a quelli ipotecari - nella quale gli enti creditizi, che cedono gli Npl, possono avvalersi di uno schema procedimentale che ne preserva in ampia parte il valore. In particolare, rilevano una

¹³⁴ “Finanziamenti alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario: i fondi comuni di investimento”, articolo pubblicato sul sito “Financial community hub” il 3 novembre 2015, A. Parziale, F. Stoppello,

¹³⁵ Lettera dapprima sostituita dall’art. 1 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014; successivamente modificata dall’art. 22, comma 5 del D.L. n. 91 del 24.6.2014 (c.d. “Decreto Competitività”), convertito con modificazioni dalla L. n. 116 dell’11.8.2014, che dopo la parola: “crediti” ha inserito le parole: “, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR” utilizzate dal legislatore per estendere anche agli OICR la possibilità di concedere finanziamenti; L’OICR deve necessariamente assumere la forma di “fondo d’investimento alternativo chiuso”.

più congrua valutazione degli asset da parte di ‘periti indipendenti’ (cui, in tali fattispecie operative, compete la stima dei crediti) e la certezza di un’affidabile attività di dismissione, curata da un *servicer* (per solito un intermediario non bancario ex art. 106 tub e dunque sottoposto a vigilanza) che deve conformare il proprio agere alle previsioni normative del regolamento del fondo. Da segnalare che la trasformazione dei crediti deteriorati in quote partecipative negli Oicr è fonte di profittabilità per le banche, alle quali viene (per tal via) redistribuito il rendimento delle gestioni; quest’ultimo sommato al valore di apporto degli Npl consentirà, in numerosi casi, recuperi finali che non si discostano in modo notevole dai dati di iscrizione in bilancio dei medesimi. Analoghe considerazioni possono farsi anche con riferimento alla gestione degli Npl effettuata dalle Sicaf, figure riconducibili agli Oicr ‘chiusi’, strutturate in forma di società per azioni. Si è in presenza, dunque, di veicoli di investimento che sono disciplinati in via primaria, oltre che dal codice civile, dagli artt. 35 - bis e seguenti del tuf e, in via secondaria, dal ‘Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio’ adottato dalla Banca d’Italia (Provvedimento del 19 gennaio 2015). È evidente come gli strumenti dianzi richiamati offrono alle banche differenziate possibilità di recupero dei crediti deteriorati, inducendo a guardare con favore le tecniche di gestione esternalizzata degli Npl. In tal senso orientano la recente iniziativa della Banca d’Italia volta a semplificare lo smobilizzo dei crediti ipotecari degli enti creditizi, nonché la sicurezza procedimentale e le tutele previste dalla nominata proposta di direttiva della Commissione europea, nella quale in subiecta materia viene riconosciuto un importante ruolo alle società di servicing (cui si impone di “dotarsi di misure e procedure di controllo interne adeguate”)¹³⁶.

¹³⁶ Idea Fondi di credito per ripulire dagli Npl i bilanci delle banche, Francesco Capriglione, 30 aprile 2018

4.4 Profili regolamentari, legali e fiscali e cambiamenti nel quadro giuridico

Di fronte all'esigenze macroeconomiche verificatesi a causa del continuo aumento degli NPL, negli ultimi anni è emersa la necessità di introdurre diversi strumenti giuridici finalizzati a rendere più agevole il recupero dei crediti, anche spesso a scapito dei basilari diritti della controparte debitrice. A tal proposito, sono da richiamare gli istituti di natura sostanziale e processuale previsti sia con il d.l. 27.6.2015, n. 83 – 'Misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria', convertito in l. 6.8.2015, n. 132, sia con il d.l. 3.5.2016, n. 59 - 'Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali', nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione, convertito in l. 30.6.2016, n. 119. Tali nuovi istituti offrono alle banche ulteriori basi giuridiche per rafforzare le possibilità di recupero degli NPL. Nell'ottica della situazione italiana, le autorità hanno posto in essere alcune iniziative volte al supporto della stabilità del sistema bancario. In particolare, il Governo italiano ha disciplinato due particolari strumenti tesi ad un consolidamento del sistema bancario nel suo complesso e ad una restrizione del totale dei crediti deteriorati presenti. Si tratta di due strumenti considerevoli per la gestione dei *non performing loans*, dato che entrambi, sebbene con visioni differenti, dovrebbero conseguire una riduzione dell'attuale *pricing gap* dei *Non performing loan* (circa 15%-20%) a favore di una maggiore mole di transazioni, con il fine di conseguire un'ottimizzazione dei bilanci bancari. Il primo strumento di cui si parla è costituito dalla Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze¹³⁷ mentre secondo è rappresentato dalla realizzazione dei fondi Atlante¹³⁸.

Per quanto concerne la proposta di una garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze bancarie (GACS), lo schema predisposto non è altro che un sistema che permette alle

¹³⁷ Ha l'obiettivo di garantire il rimborso di tranches senior dei titoli cartolarizzati con sottostanti gli NPL delle banche italiane, introdotto con Decreto Legge n. 18 del 14 febbraio 2016

¹³⁸ «A seguito di incontri con un vasto numero di investitori istituzionali, banche, assicurazioni, fondazioni bancarie e Cdp - si legge nella nota – Quaestio SGR ha raggiunto un importante numero di adesioni per lanciare il Fondo Atlante». L'obiettivo è «assicurare il successo degli aumenti di capitale richiesti dall'Autorità di Vigilanza a banche che oggi si trovano a fronteggiare oggettive difficoltà di mercato, agendo da back stop facility». Il secondo obiettivo sono le sofferenze. Atlante «concentrerà i propri investimenti sulla tranches junior di veicoli di cartolarizzazione, potendo far leva su quelle a maggior seniority per le quali c'è un manifesto interesse da parte degli investitori» www.ilsole24ore.com.

banche italiane di cedere i propri crediti deteriorati a nuovi veicoli finanziari, creati per ciascun istituto, e che possono rivenderli attraverso l'emissione di un titolo cartolarizzato coperto da una garanzia pubblica. Le banche e gli altri intermediari finanziari iscritti all'albo, ai sensi dell'articolo 106 TUB, possono infatti cedere ad una particolare società veicolo, denominata SPV (*Special Purpose Vehicle*), dei pacchetti di titoli creditizi attraverso i quali la suddetta società potrà emettere una serie di titoli, chiamati ABS (*Asset Based Securities*), negoziabili sui mercati finanziari. La SPV effettuerà dunque una emissione di ABS in tre classi diverse di rating:

- Tranche *Senior*, tranche composta dai titoli meno rischiosi, emessi con interessi a tasso variabile che verranno pagati in priorità rispetto a tutti gli altri titoli emessi
- Tranche *Mezzanine*, tranche composta da titoli con remunerazione a tasso variabile e pagamento degli interessi successivo al pagamento degli interessi dei titoli senior, ma precedente al rimborso del capitale di questi ultimi.
- Tranche *Junior*, ovvero la tranche composta dai titoli che rappresentano la classe maggiormente subordinata, che potrà ricevere il rimborso del capitale,

La seguente classificazione in diverse tranche è indispensabile poiché indica il modo in cui le transazioni devono essere effettuate, cioè l'ordine delle priorità dei pagamenti e la possibilità o meno di utilizzo della garanzia pubblica. Quest'ultima è uno strumento acquisibile dalle banche esclusivamente per quanto riguarda le tranche senior e deve essere effettuata da parte dello Stato ad un preciso prezzo di mercato. L'obiettivo è infatti quello di evitare la qualifica di supporto pubblico non prevista dalla nuova regolamentazione concernente gli aiuti di stato in vigore oggi all'interno dell'Unione Europea. Mediante questa tecnica dunque gli istituti di credito avranno la facoltà di liberarsi di un certo ammontare di NPL nel rispetto di specifiche condizioni previste dalla legge. Contrariamente a quanto visto per le altre forme di rimozione dei crediti deteriorati, la Garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancaria, è stata ampiamente accolto dall'UE, ma presenta inevitabilmente dei limiti dovuti al

fatto che non è del tutto sufficiente a ridurre l'enorme *pricing gap* presente nel mercato tra banche e operatori.

4.5 Che cos'è il Fondo Atlante e Fondo Pinturicchio?

Il 22 novembre 2015 il Governo italiano ha presentato il cosiddetto “Decreto Salva Banche” teso a garantire il salvataggio di quattro banche italiane in una situazione di totale dissesto finanziario¹³⁹. Il Governo italiano si vedeva dunque protagonista di questa particolare situazione e al fine di evitare che venisse logorata la fiducia dell'intero sistema bancario, ha posto in essere come obiettivo quello di salvaguardare l'intero sistema (si precisi però che l'intervento di salvataggio è stato sostenuto in parte dai titolari di obbligazioni subordinate ed in parte dal sistema bancario). I motivi per cui tale intervento non è stato effettuato esclusivamente a spese dello Stato sono due: in primis per via delle specifiche norme europee che vietano categoricamente gli aiuti di quest'ultimo, e posteriormente per non accrescere ancora di più il già enorme debito pubblico. Di fronte ad una tale situazione si è avvertita la necessità di trovare una soluzione da applicare tempestivamente per scongiurare una crisi sistemica, ed è proprio con questo obiettivo che nasce il fondo nominato “Atlante”.

Stefano Caselli si è soffermato in particolare sul fondo Atlante affermando che “il fondo ha costituito una risposta adeguata ai mercati con riferimento ad esigenze di capitalizzazione delle banche in difficoltà e di acquisto di NPL a prezzi potenzialmente distanti da quelli prossimi allo stralcio che sono proposti da fondi speculativi. Atlante deve ora giustificare il suo tratto distintivo di soluzione di mercato, generando rendimenti per gli investitori. Ciò appare possibile nella misura in cui le azioni andranno verso una ristrutturazione radicale delle due banche partecipate, secondo una logica di drastica riduzione delle filiali e del rapporto *cost-income*. L'utilizzo di ammortizzatori sociali appare inevitabile se l'azione in questa direzione sarà concreta”¹⁴⁰. D'altronde i gestori del fondo hanno puntualizzato che non ci sarà alcun intervento nella gestione ordinaria degli istituti, infatti come affermato dal commissario europeo per la Concorrenza, Margrethe Vestager, “si può usare qualsiasi Fondo, ma se

¹³⁹ Le banche in questione sono: Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, CariChieti.

¹⁴⁰ <https://www.sdabocconi.it/it/news/2016/07/npl-banking-and-real-estate>

i soldi sono pubblici, cioè se è controllato dallo Stato che agisce per fini pubblici e non come investitore privato, ci sono delle conseguenze. Questo non vuol dire che chi investe debba essere un privato, ma che deve agire come un privato. E Atlante è uno dei casi”¹⁴¹. Istituito e gestito dalla Quaestio Capital Management Sgr Spa e interamente sottoscritto da investitori istituzionali¹⁴², il Fondo¹⁴³ nasce con un duplice scopo, da un lato ha l’obiettivo di investire nell’aumento di capitale di banche in difficoltà, dall’altro si occupa della cessione e della gestione dei crediti deteriorati. Più tecnicamente il regolamento prevede che, per il 70 per cento, il Fondo investa in azioni emesse da intermediari finanziari ai quali la Vigilanza abbia richiesto un aumento di capitale e che risultino esposte a rischio e per il 30 per cento in strumenti finanziari emessi da una società veicolo¹⁴⁴ per l’acquisto dei *non performing loans* delle banche italiane¹⁴⁵. Ci si chiede, a questo punto, se tale soluzione possa ritenersi adeguata agli scopi prefissati e se possa essere sufficiente al raggiungimento degli obiettivi prefigurati, senza ricorrere ad ulteriori interventi volti a sostenere la solidità e la stabilità del sistema bancario. Durante un’intervista all’emittente televisiva Cnbc il Ministro Pier Carlo Padoan ha affermato che il Fondo Atlante “funzionerà come una leva di sicurezza per le banche italiane e le risorse messe a disposizione dalle istituzioni che lo finanzieranno serviranno ad attivare quelle junior tranche delle sofferenze cartolarizzate che ex ante non appaiono appetibili e permetterà al mercato di andare a rivolgersi alle senior tranche”¹⁴⁶. Affiancato al fondo Atlante, assume importanza notevole anche il cosiddetto Fondo Pinturicchio¹⁴⁷, diretto dal gruppo Sorgente SGR

¹⁴¹ Giovannozzo D. “Banche, Commissione Ue: Fondo Atlante non è aiuto di Stato”, da un articolo sul sito di informazione “eunews.it”, del 4 maggio 2016.

¹⁴² Principalmente da assicurazioni, banche, fondazioni bancarie. Il fondo Atlante è un fondo chiuso che al momento della sua costituzione doveva essere dotato di un patrimonio pari ad un minimo di quattro miliardi e un massimo di sei miliardi.

¹⁴³ Il fondo ha una durata di 5 anni. Alla scadenza Atlante potrà essere prorogato di anno in anno per tre anni con il voto favorevole del 66,6% dell’assemblea e potrà utilizzare una leva finanziaria entro il limite dell’1,1 %.

¹⁴⁴ Il fondo Atlante opera in collaborazione con altri operatori selezionando i veicoli che ritiene più validi dal punto di vista del potenziale rendimento. Lo scopo dell’investimento vuole essere quello di alleggerire il più possibile la massa di crediti deteriorati iscritti nei bilanci bancari, sviluppando un mercato secondario più efficiente dove gli NPLs vengono scambiati con un bid-ask spread il più contenuto possibile

¹⁴⁵ Di Battista M.L., Neri L., *Il fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2016, p. 41, in <http://www.assbb.it/>

¹⁴⁶ R. Bocciarelli, Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi, ne *Il Sole 24ore*, 15 aprile 2015, p. 2.

¹⁴⁷ Il Fondo Pinturicchio ha avviato la propria operatività il 27 dicembre 2016 con un patrimonio iniziale sottoscritto pari a 13.600.000 euro. Le modalità di funzionamento del fondo sono disciplinate dal Regolamento dello stesso il quale prevede che la durata minima del FIA è di 7 anni decorrenti dalla fine del primo periodo di sottoscrizione, prorogabili per

ed istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione il 23 ottobre 2015. Si tratta di uno strumento importante per la gestione degli NPL, infatti come ha commentato il direttore generale di Sorgente SGR, Giovanni Cerrone, “Il lancio del fondo Pinturicchio rappresenta un debutto per il nostro gruppo in un settore in crescita come quello degli Npl. In Italia l’esposizione delle banche nel settore supera la cifra record di 340 miliardi, si sta creando una grande opportunità dal momento che gli istituti bancari si stanno alleggerendo soprattutto dei propri crediti in sofferenza, così come prevedono le linee guida della Bce”.

Si tratta di uno dei primi fondi italiani¹⁴⁸ ad investire in via diretta nell’acquisizione di portafogli di crediti, la sottoscrizione e l’acquisto di quote sono riservati ad investitori professionali¹⁴⁹ ed in particolare elenca tra i sottoscrittori iniziali alcune Banche di Credito Cooperativo e un Fondo Pensione. Il portafoglio del fondo, che possiede già crediti per oltre 9 milioni di euro di valore nominale (*Gross Book Value*), verrà ampliato dall’acquisizione di portafogli di crediti in sofferenza (NPL). Più precisamente, Pinturicchio acquisirà crediti che possono essere emessi da banche con sede o succursali in Italia, da società di credito al consumo e da utilities.

un massimo di due anni ove nell’interesse dei partecipanti. La Società di Gestione, inoltre, può prorogare il Termine di Durata del FIA (eventualmente già prorogato) di non oltre 3 anni, per il completamento delle operazioni di smobilizzo degli investimenti in portafoglio e del rimborso delle Quote

¹⁴⁸ Lo studio Eversheds e il professore e avvocato Francesco Capriglione sono gli advisor legali che hanno curato la strutturazione e l’avvio dell’operatività del Fondo Pinturicchio

¹⁴⁹ Per investitori professionali si intendono i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici, nonché coloro che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali, ai sensi dell’articolo 6 comma 2-quinquies e 2-sexies del TUF

Conclusioni

L'istituzione dei fondi comuni d'investimento, in linea di principio, risponde all'esigenza di offrire ai risparmiatori uno strumento in virtù del quale acquistare azioni, *bond* o titoli di Stato, al fine di lucrarne i potenziali guadagni. Tuttavia, difficilmente il singolo destinatario di tale 'offerta' sarà in grado di orientarsi ed agire opportunamente nelle 'arene finanziarie' in quanto la sua 'cultura economica' rimane, verosimilmente, legata all'orizzonte 'empirico' della compravendita di beni; il residuo di liquidità, invece, viene destinato a rimpinguare il 'salvadanaio del risparmio', risorsa strategica che, almeno in Italia, assume, per tradizione, un valore di *safety treasure*, una 'garanzia per il futuro'. In ogni caso, nonostante alcune 'resistenze' o forme di diffidenza, suddetti strumenti, nel corso degli ultimi decenni, hanno registrato un significativo *take off* addebitabile a due principali fattori: a) la diversificazione del rischio; b) la semplicità di accesso e liquidazione dell'investimento. "L'amministrazione collettiva dei fondi comuni, infatti, permette a chiunque di mobiliare i propri risparmi indipendentemente dal loro ammontare. Questi strumenti assicurano anche una gestione assidua e professionale del denaro consentendo di ottenere quei vantaggi di scala che diventano possibili solo quando si agisce in via collettiva. L'apertura e l'accessibilità che caratterizza molti fondi offrono ai sottoscrittori la libertà di delegare le tipiche preoccupazioni e difficoltà che caratterizzano la gestione diretta dei propri investimenti. Ovviamente, esistono anche degli svantaggi, soprattutto in paragone alla gestione diretta degli investimenti. La funzione di delega delle decisioni comporta non solo un alleggerimento della responsabilità, ma anche una minore massimizzazione delle *performance*"¹⁵⁰. La componente/insidia 'rischio' - intrinseca e complementare ad ogni 'gioco finanziario' - non può essere 'annullata' ma solo, in qualche modo, contenuta da precise regole e normative e allestendo dei presidi di vigilanza il cui apice - nel nostro ordinamento, è rappresentato dalla Consob e da 'Bankitalia'; si tratta di un complesso sistema di monitoraggio deputato a valutare - ed eventualmente, a intervenire - le 'soluzioni' di

¹⁵⁰ S. Calicchio, *I Fondi comuni d'investimento resi semplici*, www.calmal.it

politiche governative per 'rianimare' - mediante 'lanci' sul mercato - il tessuto produttivo del Paese. Il discorso, nello specifico, riguarda l'ultima 'creatura' del cd. 'risparmio gestito', nota con l'acronimo PIR. Accolti con insolito entusiasmo da parte degli interessati - abbacinati dalla facoltà di incamerare introiti in regime di munificenza/sgravio fiscale - i PIR non solo hanno sollevato alcune perplessità da parte di analisti e operatori di settore ma sono stati 'attenzionati' dalla stessa Banca d'Italia che, nel suo ultimo report sulla stabilità finanziaria' evidenzia alcune criticità relative a suddetti strumenti. In particolare, si legge che "un incremento dei rischi potrebbe derivare da politiche di investimento che, per usufruire dei benefici fiscali, allochino una parte rilevante del portafoglio in titoli caratterizzati da un basso grado di liquidità, benché negoziati su mercati regolamentati. Qui, episodi di volatilità dei corsi potrebbero essere particolarmente accentuati, riflettendosi negativamente sui risultati dei PIR e sulla reputazione degli intermediari che li promuovono"¹⁵¹. Un discorso analogo vale, infine, per i *Non Performing Loans* o 'crediti deteriorati', vale a dire, quel *cluster* di crediti, erogati dalle banche, che risultano difficilmente esigibili e che, "nella peggiore delle ipotesi" sono suscettibili di non venire onorati. Essi costituiscono l'esito perverso e 'sofferente' di una perdurante crisi sistemica - o anche, di episodi di *mala gestio* - ma, a loro volta, si trasformano in variante deterministica in un *loop* vizioso. A tal proposito il banchiere di lungo corso Giuseppe Grassano invita a riflettere: "Un'analisi orientata ad identificare i fattori di anomalia che hanno innescato la crisi non può che trarre spunto da una considerazione basilare; per contenere il volume di rischio del credito erogando è indispensabile che l'istruttoria della pratica di fido sia, a partire dalla domanda iniziale del cliente, supportata da tutta una serie di indicazioni tali da far comprendere alla struttura deputata alla formulazione di un parere, prima della sottoposizione agli organi deliberanti, non solo le "reali" motivazioni alla base della richiesta, ma soprattutto, la dimensione prospettica del rischio che la banca andrà ad assumere marginalmente con la nuova operazione"¹⁵². Elevati livelli di NPL sono

¹⁵¹ F. A. Crispo, *Banca d'Italia avverte sui potenziali rischi connessi ai PIR*, it.fundspeople.com

¹⁵² G. Grassano, M. Fortis "Come gestire razionalmente gli NPL delle banche italiane in maggiore difficoltà. I casi di MPS, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca", *LaRepubblica.it*, 2017

'sintomatici' di una debolezza o inerente all'architettura finanziaria, vulnerabilità che si è cercato di 'curare' cartoralizzandone importanti portafogli e varando, al contempo, imponenti aumenti di capitale. L'espansione di tali 'crediti problematici' è addebitabile a vari fattori concomitanti, connessi soprattutto a due fenomeni di ampia portata: a) la recessione provocata dal collasso dei finanziamenti immobiliari statunitensi (cd. mutui sub-prime); b) la successiva 'depressione' dei prodotti di finanza strutturata. "E' diffusa la consapevolezza che i prestiti deteriorati possono indurre le banche ad adottare atteggiamenti più avversi al rischio, con conseguenti situazioni di *credit crunch*. Per tali motivi, gli elevati livelli di crediti *non performing* assumono un ruolo cruciale ai fini della sana e prudente gestione, costituendo un fattore di attenzione per la Vigilanza. Il permanere di esposizioni di dubbia qualità nel bilancio dell'impresa bancaria comporta in primis un immobilizzo di disponibilità finanziarie che potrebbero, viceversa, essere impiegate nella concessione di nuovi prestiti; contribuisce altresì ad indebolire i flussi di reddito e la dinamica dei mezzi patrimoniali delle banche"¹⁵³.

¹⁵³ C. Denovellis, *Profili gestionali degli NPLs bancari tra evoluzione normativa e opportunità dei mercati*, diritto.it

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013

Annunziata F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, EGEA S.p.A., 2017

Amorosino S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, 2008

Ardizzone L., *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, EGEA S.p.A., 2018,

Cacciamani C., *I fondi immobiliari ad apporto specializzati. Seconda edizione*, EGEA S.p.A., 2012

Cacciamani C., *Real estate: economia, diritto e finanza immobiliare*, EGEA, 2007

Cafaro R., *La tutela del risparmio e dell'investimento: guida operativa per gli utenti*, Giuffrè Editore, 2009

Caparvi R., *L'impresa bancaria. Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2006

Caparvi R., *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2003

Cappio F. et alii, *I fondi immobiliari: disciplina civilistica e trattamento fiscale. Mercato e nuovi strumenti*, EGEA, 2006

Cesarini F.-Gualtieri P., *I fondi comuni di investimento*, Il Mulino, 2005

Ciaramella A. - Troncone O., *Asset Management. La gestione strategica dei portafogli immobiliari*, IlSole24Ore, 2012

Cuffaro V. (a cura di), *Codice del consumo*, Giuffrè Editore, 2012

A. Ferrati, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012

Ferrari *et alii*, *Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*, G. Giappichelli, 2017

Foschini M., *Il diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, 2008

Galli F., *Prefazione*, in *Breve storia dei fondi comuni in Italia*, di A. Rota, 2015

Gianotti G., *La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione*, EGEA, 2006

Guarnieri P., *I fondi comuni di investimento in Italia. Performance, costi, visibilità, flussi di sottoscrizione e riscatto*, Il Mulino, 2006

Hoesli M.-Morri G., *L'investimento immobiliare. Mercato, valutazioni, rischio e portafoglio*, Hoepli, 2010

Jaeger P. G.-Casella P., *I fondi comuni d'investimento*, Giuffrè, 2004

Lemma V., *I fondi immobiliari tra investimento e gestione. Parte generale*, Cacucci, 2006

Linguanti E.-Bertelli R., *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*, FrancoAngeli s.r.l., 2011

Masciandaro D. - Porta A., *“Le sofferenze bancarie in Italia. Cause, effetti su intermediari e imprese, profili di vigilanza”*, Bancaria Editrice, 1998

Mesala F., *I fondi immobiliari. Uno strumento tra finanza e mattone*, Il Sole 24 ore, 2004

Mishkin F. *et alii*, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Italia S.p.a., 2007

Monaci E., *La struttura di vigilanza del mercato finanziario*, Giuffrè Editore, 2007

Rota A., *Breve storia dei fondi comuni in Italia*, Youcanprint, 2015

Salsi. F., *Fondi Comuni d'Investimento*, Bruno Editore, 2010

Claudio Scardovi, *Holistic Active Management of Non-Performing Loans*, Springer International Publishing Switzerland, 2016

Sgubbi F., *Le disposizioni generali, in Diritto penale del mercato finanziario*, CEDAM, 2013

SITOGRAFIA

Alfieri M, *Bad Bank 330 miliardi di crediti bancari a rischio. Ecco perché il governo pensa di intervenire*, huffingtonpost.it

Altomare M. et alii, *I piani individuali di risparmio sotto la lente delle linee guida del MEF*, dirittobancario.it

Ardita C. M.-Gazzetto E., *Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. civ. Sez. I, Sent. 15007/2010*

ASSOGESTIONI, *I piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR)*, assogestioni.it

ASSOGESTIONI, *Normativa PIR: risolti i dubbi interpretativi*, assogestioni.it

Barbanti Silva P., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, dirittobancario.it

Bagnoli L., *La corsa dei Piani individuali di risparmio. tra costi e sostenibilità*, altraeconomia.it

Barisitz S., *“Non performing Loans in Western Europe – A Selective Comparison of Countries and National Definitions”*, www.oenb.at

Borri N., *Più rischi che benefici dai piani individuali di risparmio*, lavoce.info

Busani A.-Fedi. A., *Fondi comuni d'investimento con 'personalità' e patrimonio*, quotidianofisco.ilsole24ore.com

Bocciarelli R., *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, IlSole24ore.com

Crispo F. A., *Banca d'Italia avverte sui potenziali rischi connessi ai PIR*, it.fundspeople.com

De Luca R. – Lucido N., *I Piani Individuali di Risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, fondazione nazionalecommercialisti.it

Denovellis C., *Profili gestionali degli NPLs bancari tra evoluzione normativa e opportunità dei mercati*, diritto.it

Di Battista M.L., Neri L., *Il fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati*, <http://www.assbb.it>

Ferri G., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni d'investimento*, odc.seminabit.com

Foti S., *I fondi comuni d'investimento tra soggetto e oggetto di diritto*, fchub.it

Grassano G., Fortis M. “*Come gestire razionalmente gli NPL delle banche italiane in maggiore difficoltà. I casi di MPS, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca*”, larepubblica.it

Lonfo M., *Investire in Pir: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, ilsole24ore.com

Lamboglia A., *Legge Bilancio 2018. PIR anche per investimenti in società immobiliari*, fasi.biz

Marchetti G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento tra soggettività e separazione patrimoniale*, academia.edu

Napolitano G., *Piani di risparmio a lungo termine: esame del regime agevolato*, fiscooggi.it

Onorati O., *Perché il ‘boom’ dei PIR non deve portare alla frenesia*, ilfoglio.it

Pacileo F., *Secondo la Cassazione i fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica, mentre la società di gestione del risparmio ha la titolarità del patrimonio del fondo*, altraeconomia.it

Paletta A., *Nuove prospettive di investimento con i PIR immobiliari*, ilsole24ore.com

Parziale A., Stoppello F., “*Finanziamenti alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario: i fondi comuni di investimento*”, fchub.it

Schiavello E., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione*, sfef.egeaonline.it

Tomasini E., *PIR. Nel 2017 sono andati a traino del mercato, ma i recenti storni mettono in dubbio alcuni pilastri*, ilgiornale.it

Weisz B., *PIR: guida alle agevolazioni*, pmi.it