

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**LA VULNERABILITÀ DEI FIA ALLE INFILTRAZIONI
MAFIOSE: UN'ANALISI FINANZIARIA AVANZATA
ATTRAVERSO IL CASO SIMULATO “FONDO
ATLANTIDE”**

Candidato:

Stefano De Luca

Relatore:

Prof. Arturo Capasso

Co-supervisor:

Prof. Matteo Rossi

INTRODUZIONE	3
1. FIA - FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI	6
1.1. DEFINIZIONE E TIPOLOGIE DEI FIA	6
1.2. STRUTTURA GIURIDICA E FINANZIARIA: GP, LP, SPV	10
1.3. LE FASI DEL CICLO DI VITA DI UN FIA: <i>FUNDRAISING</i> , INVESTIMENTO, <i>EXIT</i>	14
1.4. LEVA FINANZIARIA, PERFORMANCE E RISCHI OPERATIVI.....	18
1.5. NORMATIVA DI RIFERIMENTO: AIFMD, DIRETTIVE UE E REGOLAMENTI NAZIONALI	22
2. LE VULNERABILITÀ DEI FIA. OPACITÀ, LEVA E GOVERNANCE	27
2.1. INTRODUZIONE	27
2.2. LE ASIMMETRIE INFORMATIVE E IL MORAL HAZARD NEI FIA.....	31
2.3. IL RUOLO DEI VEICOLI SOCIETARI – SPV, TRUST, HOLDING	34
2.4. IL LEVERAGED BUYOUT COME STRUMENTO A DOPPIO TAGLIO	38
2.5. INDICATORI DI RISCHIO E RED FLAG NELLE OPERAZIONI.....	44
2.6. IL RISCHIO REPUTAZIONALE E LE IMPLICAZIONI DI GOVERNANCE.....	47
3. CRIMINALITÀ ORGANIZZATA E FIA: MODELLI DI INFILTRAZIONE E CASI RILEVANTI	50
3.1. L’EVOLUZIONE DELL’IMPRESA MAFIOSA VERSO LA FINANZA GLOBALE	50
3.2. OBIETTIVI DELLE MAFIE: RICICLAGGIO, INFLUENZA E CONTROLLO DI MERCATO	58
3.3. STRATEGIE DI INFILTRAZIONE: LP OCCULTI, ADVISORY E INTERMEDIAZIONE	66
3.4. INTRODUZIONE AL CASO SIMULATO: METODOLOGIA E FINALITÀ	71
4. IL CASO SIMULATO: FONDO “ATLANTIDE” E LE STRATEGIE DI PREVENZIONE	74
4.1. STRUTTURA FINANZIARIA DEL FONDO “ATLANTIDE” E MODALITÀ DI INGRESSO DI CAPITALI MAFIOSI NEL FIA.....	74
4.2. ANALISI FINANZIARIA AVANZATA: ROI ANOMALO, FLUSSI DI CASSA.....	79
4.3. VULNERABILITÀ E PUNTI DEBOLI EMERSI DALL’ANALISI E AREE DI INTERVENTO	82
CONCLUSIONI	93
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	96

Introduzione

Negli ultimi decenni l'economia legale e quella criminale hanno sviluppato punti di contatto sempre più sofisticati. Le organizzazioni mafiose, storicamente radicate nel controllo del territorio e nelle rendite estorsive, hanno progressivamente adottato logiche finanziarie e strumenti societari propri dei mercati globali, spostando il baricentro dall'intimidazione visibile alla mimetizzazione nei flussi di capitale. In questo scenario, i Fondi di Investimento Alternativi (FIA), per natura flessibili, meno standardizzati rispetto ai fondi retail e spesso operanti tramite veicoli dedicati, costituiscono un'infrastruttura d'investimento indispensabile per l'economia reale (immobiliare, energia, infrastrutture, credito), ma al tempo stesso espongono superfici di rischio che possono essere sfruttate da attori criminali ad alta competenza tecnica.

Questa tesi nasce dall'esigenza di mappare con precisione tali superfici di rischio, andando oltre l'enunciazione astratta dei pericoli e costruendo un quadro tecnico-contabile e giuridico capace di individuare dove e come il rischio si concretizza: nella struttura finanziaria dei veicoli, nei meccanismi di ingresso degli investitori, nei flussi di cassa e nei presidi di controllo di SGR e banca depositaria, fino ai vuoti regolamentari che possono consentire l'operatività sottotraccia.

La domanda su cui verte l'elaborato è:

“In che modo la struttura finanziaria e operativa dei fondi di investimento alternativi (FIA) può esporre questi strumenti al rischio di infiltrazione mafiosa, e quali indicatori e strategie di prevenzione possono essere adottati per contrastare tali minacce, alla luce del caso simulato del Fondo Atlantide e dei segnali di vulnerabilità documentati?”

Per fornire una risposta operativa, l'impianto argomentativo parte innanzitutto dalla valutazione dei presidi esistenti e dalle proposte di miglioramento. La tesi analizza

dove e perché falliscono i controlli due diligence su investitori e controparti, monitoraggio della banca depositaria, scambio informativo tra funzioni e intermediari, mettendo in luce come talune pratiche, pur formalmente corrette, risultino insufficienti a intercettare schemi di infiltrazione che sfruttano SPV opachi, frazionamento sottosoglia della titolarità effettiva e arbitraggio regolamentare tra giurisdizioni. Su questa base vengono proposte misure integrative: KYC multilivello con ricostruzione della catena proprietaria “a più livelli”; poteri regolamentati di rifiuto o riscatto forzoso delle quote in presenza di red flag qualificati; cooperazione strutturata tra SGR e depositari con condivisione di dataset transazionali e audit congiunti; analisi di rete su amministratori, soci, fornitori e controparti per far emergere relazioni occulte; standard di trasparenza rafforzata per veicoli collegati ai fondi; e, a livello di sistema, canali dedicati di condivisione di segnali tra operatori e autorità. L’idea di fondo è che l’integrità dei FIA non possa essere garantita soltanto dall’adempimento formale, ma richieda una cultura di presidio che allinei processi, tecnologia e incentivi.

Dopo aver definito la cassetta degli attrezzi preventiva, l’elaborato utilizza il caso simulato “Fondo Atlantide” come stress test concettuale e operativo. In uno scenario coerente con la prassi di mercato, uno SPV domiciliato in giurisdizione a bassa trasparenza sottoscrive quote del fondo come LP “istituzionale”, dopo avere stratificato (layering) capitali in contanti di origine criminale. Il tracciamento dei meccanismi di ingresso dei capitali, la lettura dei flussi di cassa lungo la vita del fondo, i punti di contatto con controparti correlate e gli effetti sui rendimenti (ROI anomalo, volatilità insolitamente bassa, distribuzioni in tempi non coerenti con le milestone industriali) consentono di mettere a fuoco una lista operativa di indicatori. Il caso mostra come i segnali deboli se letti con mentalità forense e strumenti adeguati, diventino diagnostici: pattern proprietari ricorrenti in SPV di recente costituzione; flussi in entrata e in uscita non coerenti con la curva economica dei progetti; fornitori “corti” su sostanza operativa; e governance che tollera deroghe immotivate alle policy. In tal modo, la simulazione non pretende valore probatorio ma funziona da laboratorio controllato, rendendo trasparente la catena causale tra scelte strutturali e opportunità di infiltrazione.

A valle di questi passaggi, la tesi rientra nell’inquadramento concettuale generale: cosa sono i FIA, quali sono le loro principali architetture operative (SGR/GP, LP, banca

depositaria, advisor/placement), come funzionano SPV, catene partecipative e operazioni straordinarie (cartolarizzazioni, acquisizioni a leva) nelle diverse asset class. Questo inquadramento definisce il perimetro del rischio e chiarisce perché complessità architetturale, opacità informativa e asimmetrie di controllo siano, insieme, i tre vettori attraverso cui l'infiltrazione criminale può trasformare un veicolo legittimo in strumento di riciclaggio e di influenza.

L'apporto originale del lavoro è duplice. Da un lato, propone una griglia diagnostica concreta, basata su indicatori misurabili (pattern proprietari, coerenza economico-finanziaria, dinamica dei flussi, comportamento dei soggetti) che consente a operatori e controllori di intercettare tempestivamente i segnali di infiltrazione. Dall'altro, avanza strumenti di prevenzione che integrano processi (policy interne, governance dei conflitti, poteri di interdizione), tecnologia (data mining, network analysis, anomaly detection sui flussi) e coordinamento istituzionale, con l'obiettivo di alzare l'asticella della normale diligenza operativa.

Sul piano metodologico, il caso simulato non sostituisce l'evidenza giudiziaria, ma permette di testare le coerenze contabili e di governance in un contesto privo di rumore documentale, aumentando la trasparenza causale delle dinamiche osservate. Le limitazioni riguardano la natura simulata e l'eterogeneità del mercato dei FIA, per asset class, giurisdizione, stile gestionale, sicché la trasferibilità dei risultati va intesa come cornice di rischio più che come modello deterministico.

Infine, il lavoro sottolinea una dimensione etica oltre che tecnica. Difendere l'integrità dei FIA non è soltanto un presidio di stabilità dei mercati e protezione degli investitori: è un gesto di responsabilità civile. Ogni miglioramento nella trasparenza dei veicoli, ogni controllo svolto con rigore, ogni "no" pronunciato di fronte a un dubbio ragionevole rafforza la giustizia competitiva e sottrae terreno all'economia criminale.

1. FIA - Fondi di Investimento Alternativi

1.1. Definizione e tipologie dei FIA

All'interno del panorama europeo degli strumenti di investimento collettivo, i Fondi di Investimento Alternativi (di seguito, FIA) rappresentano una delle principali categorie di veicoli istituiti per raccogliere risorse finanziarie da una pluralità di soggetti al fine di investire secondo una strategia predefinita. Tali fondi si collocano nell'ambito più ampio degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), categoria generale che comprende tutti i fondi, sia armonizzati che alternativi, che operano nel settore del risparmio gestito¹.

I FIA si distinguono dai cosiddetti fondi armonizzati, conosciuti a livello europeo con l'acronimo UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), in quanto non rientrano nel perimetro di applicazione della Direttiva 2009/65/CE². Quest'ultima stabilisce regole dettagliate in materia di gestione, diversificazione del rischio, liquidità e trasparenza, imponendo vincoli stringenti in particolare per la tutela degli investitori al dettaglio. I FIA, al contrario, presentano una struttura normativa più flessibile, che consente una maggiore libertà nella definizione della strategia di investimento, ma che al tempo stesso comporta un livello più elevato di complessità e di rischio, tale da renderli adatti principalmente a investitori qualificati o professionali.

Nello specifico, i FIA possono includere una vasta gamma di strumenti: dai fondi di private equity e venture capital ai fondi immobiliari, dai fondi infrastrutturali ai cosiddetti hedge fund. Tale varietà riflette la finalità propria dei FIA, che non è semplicemente quella di offrire una gestione collettiva del risparmio, bensì di perseguire strategie non convenzionali, spesso caratterizzate da orizzonti temporali medio-lunghi, da limitata liquidabilità e da una marcata specializzazione settoriale o geografica.

¹ Repubblica Italiana. (1998). *Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)*. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

² Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, L 302, 17.11.2009, p. 32–96.

Sul piano normativo, la disciplina dei FIA è stata introdotta a livello europeo con la Direttiva 2011/61/UE, meglio conosciuta come AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*)³, che ha stabilito un quadro regolamentare armonizzato per i gestori di tali fondi. La direttiva prevede requisiti specifici in termini di autorizzazione, governance, gestione dei rischi, trasparenza nei confronti degli investitori e autorità di vigilanza. In Italia, l'AIFMD è stata recepita attraverso il Testo Unico della Finanza (TUF), di cui al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che ne disciplina l'applicazione a livello nazionale⁴.

Un ruolo centrale nella gestione dei FIA è ricoperto dalle Società di Gestione del Risparmio (SGR), ovvero quegli intermediari autorizzati a istituire, gestire e promuovere OICR nel rispetto della normativa vigente⁵. Le SGR operano sotto la vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) e della Banca d'Italia, le quali ne monitorano il rispetto delle regole prudenziali e di trasparenza.

A livello nazionale, il Testo Unico della Finanza (TUF), recependo le direttive europee in materia, distingue diverse tipologie di FIA in funzione della loro origine geografica e del pubblico di riferimento. In particolare, l'art. 1, comma 1, lett. m-ter del TUF definisce gli OICR alternativi come fondi italiani, UE o extra-UE, ulteriormente differenziati in base alla platea di investitori cui si rivolgono⁶.

Tra questi si distinguono i FIA italiani riservati, accessibili esclusivamente a investitori professionali, e i FIA italiani aperti, che si rivolgono invece anche a una platea più ampia di investitori al dettaglio. A questi si aggiungono i FIA UE e i FIA non UE, a seconda che siano istituiti in Stati membri dell'Unione Europea o in Paesi terzi⁷. Solo recentemente, con l'introduzione del DM MEF n. 19 del 2022, è stato esteso a determinate categorie di

³ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 8 giugno 2011 relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE. *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, L 174, 1.7.2011, p. 1–73.

⁴ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). (2024). *Guida ai fondi di investimento: UCITS e FIA*.

⁵ Banca d'Italia. (2024). *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*.

⁶ Repubblica Italiana. (1998). *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)*.

⁷ Borsa Italiana. (2024). *Guida ai FIA italiani e armonizzati*.

investitori al dettaglio “qualificati” l’accesso ai FIA, ampliando così il bacino potenziale degli aderenti⁸.

Le strategie di investimento alternative adottate dai FIA si differenziano notevolmente in base all’asset class di riferimento. La Direttiva AIFMD elenca, tra le principali tipologie, i fondi speculativi (hedge fund), i fondi immobiliari, i fondi infrastrutturali, quelli di private equity o venture capital, i fondi su materie prime e i fondi di fondi⁹.

Nella pratica, i FIA più comuni includono¹⁰:

- Fondi di private equity e venture capital, che investono in partecipazioni di lungo termine in imprese non quotate, come start-up o scale-up in fase di crescita, puntando a valorizzare il capitale investito nel medio-lungo periodo.
- Fondi speculativi (hedge fund), caratterizzati da strategie sofisticate — tra cui posizioni long/short, uso di derivati o tecniche di arbitraggio — e strutturati solitamente come partnership tra un General Partner e uno o più Limited Partner.
- Fondi di fondi, i quali investono in altri FIA, permettendo una diversificazione sia strategica sia gestionale.
- Fondi immobiliari chiusi, che raccolgono capitale in un’unica tranche (closed-end) per essere destinato ad asset immobiliari. A differenza dei fondi aperti, non prevedono riscatti periodici, ma rimborsano gli investitori solo alla scadenza del veicolo.
- Fondi infrastrutturali, che investono in progetti di pubblica utilità come strade, reti energetiche o telecomunicazioni, caratterizzati da un profilo di investimento a lungo termine.

⁸ Ministero dell’Economia e delle Finanze. (2022). *Decreto ministeriale n. 19 del 13 gennaio 2022 – Investitori qualificati e FIA riservati*.

⁹ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD). (2011). *Gazzetta ufficiale dell’Unione europea*, L 174, 1–73.

¹⁰ Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). (2024). *I fondi di investimento alternativi*.

- Fondi di credito privato (private debt), che erogano finanziamenti o acquisiscono titoli di debito non quotati, spesso rivolti a progetti infrastrutturali o PMI non bancabili.

Tali categorie sono in genere indirizzate a investitori istituzionali o qualificati, in ragione della tipica illiquidità degli asset e della maggiore complessità delle strategie adottate. Dal punto di vista della struttura giuridica, un FIA può essere classificato come chiuso — quando emette un numero fisso di quote al momento della costituzione, e non permette periodi di rimborso se non alla scadenza del termine fissata dal veicolo— o aperto, quando le quote possono essere emesse e rimborsate su richiesta. Tuttavia, nella prassi italiana, la maggior parte dei FIA di grandi dimensioni adotta una struttura chiusa, con durate prestabilite e finestre temporali rigide per la sottoscrizione¹¹.

In un contesto normativo che ne delinea i confini operativi e le categorie di appartenenza, risulta essenziale approfondire anche l’assetto giuridico e finanziario attraverso cui i FIA realizzano la propria operatività. La struttura organizzativa dei fondi, spesso articolata secondo il modello General Partner (GP), Limited Partner (LP), definisce in modo chiaro le responsabilità gestionali, i diritti economici dei sottoscrittori e le modalità con cui viene governata la relazione tra capitale conferito e impiego strategico dello stesso¹².

Inoltre, strumenti giuridici complementari come le Special Purpose Vehicle (SPV) assumono un ruolo determinante nella veicolazione di operazioni mirate, permettendo ai FIA di isolare i rischi e ottimizzare la struttura dei finanziamenti¹³. Tale livello di strutturazione consente ai fondi di adattarsi a esigenze di investimento sempre più complesse, preservando al contempo la distinzione tra il patrimonio del fondo e quello della società di gestione¹⁴.

La sezione seguente esplora nel dettaglio tali modelli, mettendo in luce i profili funzionali e le implicazioni operative legate alle principali figure coinvolte nella gestione di un FIA

¹¹ Borsa Italiana. (2024). *Guida ai FIA italiani e armonizzati*.

¹² Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

¹³ Banca d’Italia. (2024). *Cos’è uno SPV e come funziona?* Economia per tutti.

¹⁴ Repubblica Italiana. (1998). *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)*

1.2. Struttura giuridica e finanziaria: GP, LP, SPV

La struttura interna dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) si caratterizza per un'articolazione giuridica e finanziaria volta a garantire la separazione delle funzioni decisionali da quelle patrimoniali, tutelando gli investitori e assicurando l'efficienza nella gestione. Il modello più diffuso nella governance dei FIA è quello cosiddetto “General Partner – Limited Partner” (GP/LP), di derivazione anglosassone e adottato, con opportune varianti, anche nel contesto europeo¹⁵.

Il General Partner (GP) rappresenta la figura attiva nella gestione del fondo. È generalmente identificabile con la società di gestione del risparmio (SGR) o con lo sponsor promotore del veicolo, ed è responsabile delle decisioni strategiche e operative: seleziona gli investimenti, gestisce il portafoglio, conduce la due diligence sugli asset e definisce la politica di distribuzione. Al contrario, il Limited Partner (LP) è il soggetto investitore, tipicamente un ente istituzionale, un fondo pensione o un family office che sottoscrive il fondo apportando capitale, ma senza poteri gestionali o decisionali.

I LP godono di diritti economici in base alla propria quota di partecipazione, ma non sono coinvolti nella gestione quotidiana. In base al meccanismo del capital commitment, si impegnano a fornire una certa somma che viene richiamata gradualmente (capital call) dal GP in base al fabbisogno del fondo. La remunerazione del GP prevede una commissione di gestione fissa e una commissione variabile (carried interest), che matura solo se viene superata una soglia di rendimento minimo (hurdle rate) per gli LP.

Un'applicazione paradigmatica di questo modello si riscontra nei fondi hedge e nei fondi di private equity, dove il fondo è strutturato come una partnership tra GP e LP. In questi casi, il GP può assumere forma di SGR o di Special Purpose Vehicle (SPV), mentre gli LP forniscono il capitale e restano passivi nel processo decisionale¹⁶.

¹⁵ Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

¹⁶ Ibidem

Accanto alla struttura GP/LP, i FIA fanno ampio uso delle Special Purpose Vehicle (SPV), ossia società veicolo costituite per perseguire uno scopo specifico. Le SPV vengono utilizzate per acquisire asset immobiliari o finanziari e per emettere titoli collegati a tali investimenti, isolando i rischi connessi a uno specifico progetto dal portafoglio complessivo del fondo. Le SPV sono fondamentali anche per la strutturazione di finanziamenti dedicati, come nei casi di cartolarizzazione o co-investimento, dove è necessario separare le passività e gli attivi legati a una singola operazione¹⁷.

Dal punto di vista normativo, in Italia le SGR svolgono formalmente il ruolo di GP regolamentato, mentre i LP sono soggetti passivi dal punto di vista gestionale. Tuttavia, alcuni FIA possono anche essere costituiti sotto forma di SICAV o SICAF, ossia società di capitali che, pur essendo autofinanziate, devono garantire la separazione del patrimonio del fondo da quello del gestore e il controllo da parte di un depositario autorizzato¹⁸.

Accanto alle considerazioni operative e strutturali, l'utilizzo delle SPV nei FIA solleva anche importanti implicazioni sotto il profilo della trasparenza finanziaria e della prevenzione dei rischi di infiltrazione illecita. Proprio la natura spesso multilivello e cross-border (si riferisce al fatto che i fondi sono spesso strutturati su più giurisdizioni, ad esempio, un fondo domiciliato in Lussemburgo che raccoglie capitali da investitori italiani e americani, per investirli in start-up spagnole) di tali veicoli può infatti rendere più complessa la tracciabilità della titolarità effettiva dei capitali investiti, esponendo i fondi alternativi a rischi di riciclaggio e di utilizzo distorto degli strumenti di investimento.

Per questo motivo, la regolamentazione nazionale ed europea ha introdotto una serie di presidi specifici in materia di antiriciclaggio (*Anti-Money Laundering-AML*), adeguata verifica della clientela (*Know Your Customer-KYC*) e identificazione dell'*Ultimate Beneficial Owner* (UBO), che costituiscono oggi un elemento imprescindibile nella governance prudente dei FIA¹⁹. Tali procedure sono essenziali per garantire la

¹⁷ Banca d'Italia. (2024). *Cos'è uno SPV e come funziona?* Economia per tutti.

¹⁸ Repubblica Italiana. (1998). *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)*.

¹⁹ Transparency International. (2023). *Asset Laundering through Alternative Funds: Risks and*

trasparenza della catena partecipativa e prevenire il rischio che capitali di origine illecita vengano impiegati nei circuiti ufficiali tramite investimenti alternativi.

Le norme europee, in particolare la Direttiva (UE) 2015/849 (IV Direttiva AML) e la successiva Direttiva (UE) 2018/843 (V Direttiva AML), prevedono che le SGR, i GEFIA e gli intermediari finanziari coinvolti nei FIA siano tenuti a:

- identificare con certezza l'identità del cliente e del soggetto per conto del quale opera (KYC);
- determinare chi sia l'Ultimate Beneficial Owner (UBO), ossia la persona fisica che possiede o controlla direttamente o indirettamente il veicolo di investimento;
- segnalare eventuali operazioni sospette alle autorità competenti;
- e conservare per almeno dieci anni la documentazione raccolta in fase di onboarding ²⁰.

L'elemento critico risiede spesso nella catena societaria opaca: in particolare, le SPV domiciliate in Paesi a fiscalità agevolata o a basso standard di trasparenza possono rendere difficile, in assenza di presidi interni robusti, l'identificazione dei beneficiari effettivi. Inoltre, la struttura multilivello dei fondi chiusi, con LP passivi, GP operativi e SPV operative, può celare il reale controllo del capitale impiegato, soprattutto nei fondi immobiliari, di private debt o nei veicoli cross-border ²¹.

Per questo motivo, le autorità di vigilanza (come la Banca d'Italia e la UIF) richiedono ai gestori l'adozione di policy interne AML/KYC integrate nei sistemi di compliance e risk management. Tra le prassi più avanzate si segnalano:

- l'integrazione di database internazionali di controllo (es. World-Check, Dow Jones Risk & Compliance),
- la verifica automatica degli schemi di controllo societario e dei flussi patrimoniali,

Reforms.

²⁰ European Commission. (2021). *EU Anti-Money Laundering Directives: AMLD4, AMLD5*.

²¹ Banca d'Italia. (2023). *Linee guida antiriciclaggio per gestori di FIA e fondi pensione*.

- e l'attuazione di due diligence rafforzate per investitori provenienti da Paesi terzi ad alto rischio AML²².

La mancata implementazione di presidi efficaci espone il gestore non solo a sanzioni amministrative e interdittive, ma anche a gravi danni reputazionali, compromettendo il rapporto fiduciario con gli LP e con i soggetti vigilanti. In sintesi, la trasparenza finanziaria e organizzativa non è solo un obbligo normativo ma una condizione imprescindibile per proteggere l'integrità dei FIA e prevenire fenomeni di infiltrazione criminale nei mercati alternativi.

²² CNDCEC – Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti. (2022). *Documento operativo sull'adeguata verifica della clientela nei FIA*.

1.3. Le fasi del ciclo di vita di un FIA: *fundraising*, investimento, *exit*

Il funzionamento di un Fondo di Investimento Alternativo (FIA) è scandito da un ciclo di vita articolato in tre fasi principali: la raccolta del capitale (*fundraising*), la fase di investimento e infine il disinvestimento (*exit*). Ciascuna di queste fasi è caratterizzata da specifiche attività giuridiche, operative e strategiche, e contribuisce a definire la performance complessiva del fondo e la sua capacità di restituire valore agli investitori. A differenza dei fondi armonizzati, i FIA operano spesso su orizzonti temporali medio-lunghi (in media dai 7 ai 12 anni), con una struttura tipicamente chiusa, all'interno della quale il capitale raccolto viene progressivamente allocato secondo criteri stabiliti ex ante²³.

La fase iniziale di *fundraising* rappresenta il momento fondante della vita di un FIA. In questa fase, il *General Partner* (GP) presenta il fondo potenziale a una platea selezionata di *Limited Partner* (LP), generalmente investitori istituzionali quali fondi pensione, assicurazioni, *family office* e, in alcuni casi, investitori professionali al dettaglio²⁴. Il processo di raccolta si basa su un *Private Placement Memorandum* (PPM), un documento informativo che illustra la strategia di investimento, la durata del fondo, il profilo di rischio/rendimento atteso, la governance e il regime delle commissioni.

Durante il *fundraising*, gli investitori sottoscrivono un *commitment*, ovvero un impegno a conferire capitale fino a un certo ammontare. Questo capitale sarà successivamente “richiamato” (*capital call*) dal GP nel corso della vita del fondo, in base al ritmo degli investimenti. Il successo del fundraising dipende da molteplici fattori: la reputazione del team di gestione, le performance di *track record* passati, la chiarezza della strategia proposta e la conformità del veicolo agli standard regolamentari²⁵.

La durata del *fundraising* è generalmente limitata a 12–24 mesi. In alcuni casi può essere prevista una prima chiusura (*first close*) non appena viene raggiunto un

²³ Preqin. (2023). *Preqin Global Private Capital Report 2023*.

²⁴ Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

²⁵ ILPA – Institutional Limited Partners Association. (2022). *ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for Private Equity*.

ammontare minimo di sottoscrizioni, seguita da eventuali ulteriori chiusure (interim o *final close*)²⁶. Una volta terminata questa fase, il fondo viene dichiarato “chiuso” a nuovi investitori e può avviare formalmente la fase di investimento. Con la chiusura del *fundraising*, il fondo entra nella fase operativa, dedicata alla selezione e acquisizione degli investimenti. Questa fase, che può durare dai 3 ai 6 anni, è cruciale per la costruzione del portafoglio. Il GP assume la piena responsabilità della *sourcing pipeline*, della *due diligence* sui *targets*, della negoziazione dei termini contrattuali e dell'*execution* dell'investimento²⁷.

La strategia di investimento è definita nella documentazione del fondo ed è vincolante: essa può essere settoriale (es. tech, energia, *healthcare*), geografica o per stadio di sviluppo delle società target (*early stage, growth, buyout, distress*). In questa fase, il capitale viene richiamato progressivamente dagli LP in base alle opportunità identificate. È frequente che il GP utilizzi anche SPV per veicolare investimenti specifici o partecipazioni in *club deal*, in co-investimento con altri fondi o investitori²⁸. Oltre alla selezione degli investimenti, il GP si occupa della loro gestione attiva, intervenendo nella governance, nel piano di crescita o di ristrutturazione delle società in portafoglio. In alcuni casi, soprattutto nei fondi di private equity e infrastrutturali, il GP siede nei consigli di amministrazione delle società target, esercitando una funzione attiva di *value creation* ²⁹.

Le modalità di disinvestimento (*exit*) adottate dai FIA sono molteplici e vengono scelte in funzione della natura dell'*asset*, delle condizioni di mercato e dell'obiettivo di massimizzazione del ritorno per gli investitori. Le strategie più comuni si sono consolidate nel tempo, specialmente nei settori del private equity, del credito privato e dell'immobiliare, e riflettono le esigenze di liquidità, visibilità e ritorno sul capitale per i LP.

Una delle opzioni più frequenti è la vendita strategica, che prevede il trasferimento della partecipazione detenuta dal fondo a un soggetto industriale (*strategic buyer*). Tale

²⁶ Preqin. (2023). *Preqin Global Private Capital Report 2023*.

²⁷ Cambridge Associates. (2022). *Private Investment Benchmarking & Strategy*.

²⁸ Banca d'Italia. (2024). *Cos'è uno SPV e come funziona?* Economia per tutti.

²⁹ Harvard Business Review. (2021). *How Private Equity Creates Value*.

acquirente può essere attivo nello stesso settore della società target ed è generalmente motivato da obiettivi di integrazione verticale, sinergie operative o espansione geografica. Questa modalità consente spesso una valutazione elevata dell'asset, grazie al valore aggiunto percepito dal *buyer* industriale³⁰.

Una seconda modalità è rappresentata dal *secondary buyout*, ossia la cessione della partecipazione a un altro fondo di private equity. Questa opzione è tipica in contesti in cui l'asset ha ancora margini di crescita ma il fondo originario è prossimo alla scadenza. Il nuovo fondo acquirente può avviare un ciclo successivo di creazione di valore, beneficiando delle strutture già ottimizzate dal primo sponsor³¹.

Tra le opzioni più ambiziose e strutturate vi è invece l'*Initial Public Offering* (IPO), ovvero la quotazione in Borsa della società partecipata. Questo percorso permette di valorizzare pubblicamente la partecipazione, garantendo potenzialmente una liquidità maggiore e una visibilità strategica per la società. Tuttavia, comporta anche rischi maggiori e tempistiche più complesse legate alla regolamentazione e all'andamento dei mercati finanziari³².

Infine, in settori come il *real estate* e il *private debt*, è frequente l'utilizzo della liquidazione ordinata del veicolo, con la progressiva dismissione degli asset sottostanti. In questo caso, la distribuzione dei proventi agli LP avviene in modo sequenziale, man mano che gli asset vengono monetizzati, fino alla chiusura definitiva del fondo³³.

La pianificazione della fase di exit è essenziale per ottimizzare i rendimenti. In molti casi, i fondi applicano un meccanismo di distribuzione *waterfall*, secondo il quale i proventi vengono distribuiti agli LP solo dopo il recupero del capitale investito, e successivamente al GP in forma di *carried interest*, una volta superato l'*hurdle rate*. Il GP deve quindi bilanciare il *timing* dell'uscita e il valore generato per massimizzare il ritorno netto e salvaguardare la reputazione presso i futuri investitori³⁴.

³⁰ Cambridge Associates. (2022). *Private Investment Benchmarking & Strategy*.

³¹ Preqin. (2023). *Preqin Global Private Capital Report 2023*.

³² Harvard Business Review. (2021). *How Private Equity Creates Value*.

³³ ILPA – Institutional Limited Partners Association. (2022). *ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for Private Equity*.

³⁴ Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

Una volta completata la liquidazione del portafoglio e distribuiti gli ultimi proventi, il fondo viene formalmente chiuso. Eventuali SPV ancora attive vengono anch'esse dismesse o incorporate. La chiusura può essere accompagnata da un audit finale e dalla redazione di una relazione di fine fondo per tutti gli investitori³⁵.

³⁵ ILPA – Institutional Limited Partners Association. (2022). *ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for Private Equity*.

1.4. Leva finanziaria, performance e rischi operativi

Nel perseguimento di rendimenti superiori rispetto agli strumenti tradizionali, i Fondi di Investimento Alternativi (FIA) fanno spesso ricorso all'impiego della leva finanziaria, ossia l'indebitamento finalizzato ad amplificare l'esposizione agli investimenti. In particolare, strategie come il private equity o gli investimenti infrastrutturali utilizzano la leva per realizzare operazioni di acquisizione con un apporto limitato di capitale proprio, tipicamente attraverso meccanismi di *leveraged buyout* (LBO). Questa prassi consente di massimizzare il ritorno sul capitale investito dagli LP, ma introduce al contempo un livello aggiuntivo di complessità e rischio³⁶.

Dal punto di vista normativo, l'utilizzo della leva è sottoposto a vincoli rigorosi, disciplinati dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, adottato in attuazione della Direttiva AIFMD. Tale regolamento impone ai gestori di FIA l'obbligo di calcolare, monitorare e comunicare la leva finanziaria adottata, espressa sia in termini lordi sia netti. Questa doppia misurazione consente alle autorità di vigilanza di tenere sotto controllo la reale entità dell'indebitamento, che può amplificare sia i rendimenti in condizioni favorevoli sia le perdite in scenari avversi³⁷. Se ben gestito, l'effetto leva può risultare determinante per accrescere la performance del fondo, soprattutto in contesti di crescita economica o di rivalutazione degli asset. Tuttavia, una leva eccessiva espone il FIA a un aumento del rischio di insolvenza, di liquidità e di instabilità sistemica, con implicazioni anche per la solidità del gestore e per la tutela degli investitori finali.

La valutazione della performance di un FIA si basa su indicatori specifici, concepiti per riflettere le peculiarità del capitale richiamato e distribuito in tempi diversi. L'indicatore più diffuso è il Tasso Interno di Rendimento (IRR), che esprime il rendimento annuo composto di un investimento, considerando i flussi di cassa effettivi e il loro *timing*. L'IRR permette di comprendere il rendimento annualizzato del fondo in funzione del capitale richiamato e distribuito.

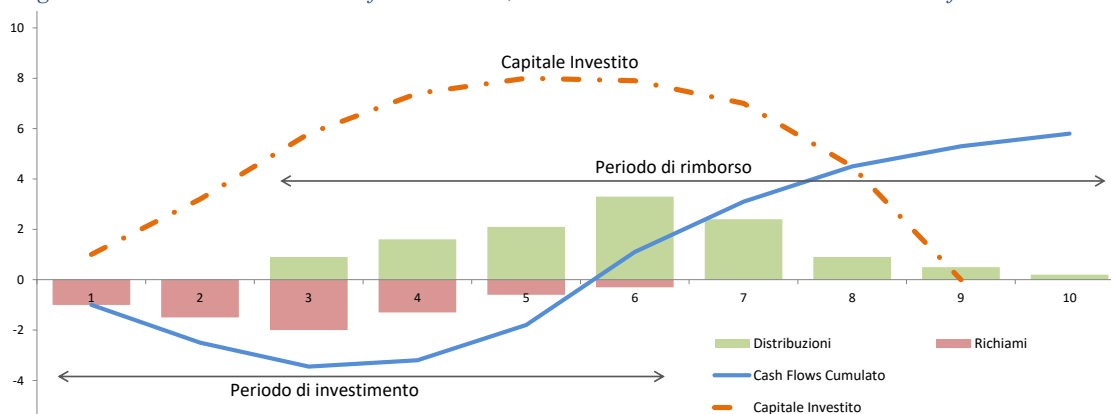
³⁶ Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

³⁷ Diritto Bancario. (2024). *La leva finanziaria nei FIA e il sistema di gestione del rischio*.

A complemento dell'IRR, viene frequentemente utilizzato anche il MOIC (*Multiple of Invested Capital*), che misura il rapporto tra il totale dei proventi distribuiti dal fondo, sommati al valore residuo degli investimenti non ancora dismessi e il capitale effettivamente investito. Mentre l'IRR fornisce un'indicazione della redditività nel tempo, il MOIC restituisce una visione sintetica della creazione complessiva di valore al termine del ciclo di vita del fondo.

Un ulteriore aspetto caratteristico dei FIA chiusi è rappresentato dalla cosiddetta curva a J. Questa curva descrive l'andamento tipico dei rendimenti netti per l'investitore lungo l'orizzonte temporale del fondo: nelle prime fasi, a causa delle commissioni di gestione anticipate e dei costi iniziali di investimento, il valore netto può risultare negativo o marginale. Solo nelle fasi successive, quando gli asset iniziano a produrre ritorni o vengono dismessi con profitto, la curva si inverte, generando un incremento netto della performance.

Figura 1. Curva a J nei FIA chiusi: flussi di cassa, richiami e distribuzioni nel ciclo di vita del fondo.



Elaborazione dell'autore.

Il grafico riportato in Figura 1, illustra in modo visuale l'andamento tipico della curva a J nei fondi di investimento alternativi chiusi. L'asse temporale (orizzontale) è suddiviso in due fasi principali: il periodo di investimento (anni 1–6) e il periodo di rimborso o distribuzione (anni 3–10). Durante i primi anni, il valore netto cumulato dei flussi di cassa (linea blu) tende a decrescere, a causa dell'uscita di capitale da parte degli investitori (indicata dalle colonne rosse, “richiami”) e delle commissioni iniziali sostenute dal fondo. È in questa fase che si osserva la parte discendente della J, dove il rendimento netto può risultare negativo o marginale.

Con il progredire del ciclo, a partire dall'anno 3 circa, gli investimenti iniziano a generare ritorni o vengono dismessi con profitto, dando origine alle distribuzioni di capitale (colonne verdi). In parallelo, la linea blu dei cash flow cumulati si inverte e assume un andamento crescente, che rappresenta il recupero del capitale investito e la produzione di rendimento netto per gli investitori. La linea arancione tratteggiata, che rappresenta il capitale investito nel tempo, raggiunge un picco e poi si riduce progressivamente, a misura che il fondo si avvicina alla scadenza e completa la fase di disinvestimento. Questa rappresentazione evidenzia la natura ritardata dei ritorni nei FIA chiusi e sottolinea l'importanza di un orizzonte temporale sufficientemente lungo per valutare la reale performance del fondo. L'effetto J è un indicatore strutturale della gestione attiva e dell'illiquidità degli asset alternativi, ed è particolarmente rilevante per i fondi di private equity, infrastrutturali e di credito privato.

A fronte di queste potenzialità di rendimento, i FIA sono esposti a una pluralità di rischi operativi e finanziari. Le strategie alternative, per loro natura, implicano un elevato livello di rischio, incluso il rischio di perdita integrale del capitale investito. Tra le principali categorie di rischio si annoverano³⁸:

- Rischio di mercato: legato alle variazioni di prezzo degli asset detenuti in portafoglio (azioni, immobili, partecipazioni), che possono incidere negativamente sul valore del fondo.
- Rischio di liquidità: i FIA investono prevalentemente in asset illiquidi, difficilmente negoziabili nel breve periodo. Di conseguenza, in caso di necessità di smobilizzo anticipato, si rischiano perdite significative. Nei fondi chiusi, inoltre, non è prevista la possibilità per l'investitore di chiedere il rimborso anticipato, se non a scadenza.
- Rischio di credito: presente nei fondi di private debt, laddove le controparti non siano in grado di restituire i finanziamenti erogati.
- Rischio operativo: riconducibile a errori di gestione, frodi interne, carenze nei controlli, malfunzionamenti nei sistemi informativi o violazioni di compliance (ad esempio, nel rispetto delle normative antiriciclaggio).

³⁸ Consob. (2024). *Guida ai rischi degli investimenti alternativi*.

Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.

- Rischio legale e regolamentare: derivante da potenziali inadempimenti alle norme di vigilanza o da pratiche scorrette nella raccolta di capitale.
- Rischio reputazionale e di infiltrazione: i FIA, in quanto strumenti che gestiscono capitali privati spesso provenienti da fonti diversificate e meno trasparenti, sono esposti a rischi di infiltrazione criminale o riciclaggio. Per questo motivo, devono applicare standard elevati di due diligence sugli investitori e sulle controparti.

Data questa elevata esposizione, le autorità di vigilanza richiedono ai gestori l'adozione di robusti sistemi di gestione del rischio (*Risk Management Framework*). In particolare, la Direttiva AIFMD impone che il gestore identifichi e monitori regolarmente tutti i rischi rilevanti, adottando limiti interni di esposizione e stress test periodici. L'obiettivo è garantire che il fondo sia in grado di fronteggiare anche scenari avversi, senza compromettere la stabilità del portafoglio né la tutela degli investitori³⁹.

Tuttavia, eventi straordinari come una crisi di mercato, un default sistemico o una governance inadeguata possono comunque impattare gravemente la struttura di un FIA, soprattutto se caratterizzato da leva finanziaria elevata, concentrazione settoriale o bassa diversificazione geografica.

³⁹ Diritto Bancario. (2024). *La leva finanziaria nei FIA e il sistema di gestione del rischio*.

1.5. Normativa di riferimento: AIFMD, direttive UE e regolamenti nazionali

Il regime giuridico dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) si fonda su un sistema multilivello, che unisce disposizioni armonizzate a livello europeo con norme di recepimento e regolamentazione attuativa in ambito nazionale. L'obiettivo di tale sistema è assicurare, da un lato, un'adeguata tutela degli investitori e dei mercati finanziari, e, dall'altro, una flessibilità operativa per i gestori di FIA nella definizione delle strategie e nella strutturazione dei veicoli.

La disciplina comunitaria è stata armonizzata con l'adozione della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, nota come AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*), che ha introdotto un quadro normativo uniforme per l'autorizzazione, l'organizzazione, la trasparenza e la vigilanza dei gestori di FIA, detti GEFIA. La direttiva è stata attuata tramite il Regolamento Delegato (UE) 231/2013, che dettaglia aspetti operativi rilevanti come il calcolo della leva finanziaria, l'obbligo di separazione patrimoniale, i requisiti organizzativi e i report periodici a favore delle autorità di vigilanza e degli investitori qualificati⁴⁰.

Tra le principali innovazioni introdotte dall'AIFMD figura il cosiddetto "passaporto europeo", che consente ai gestori autorizzati in un Paese membro dell'UE di commercializzare i fondi alternativi in altri Stati membri senza dover ottenere ulteriori autorizzazioni. Inoltre, la direttiva stabilisce requisiti minimi di governance, meccanismi di controllo dei conflitti di interesse e limiti all'utilizzo della leva, rafforzando così la stabilità e l'integrità del mercato dei capitali.

Alla luce dell'evoluzione del mercato e delle nuove esigenze regolatorie, l'Unione Europea ha successivamente adottato la Direttiva (UE) 2024/927, nota come AIFMD 2, pubblicata nel maggio 2024. Essa aggiorna la disciplina esistente rafforzando i presidi su governance interna, accordi di delega, e norme sui conflitti di interesse, introducendo anche requisiti più stringenti sull'indipendenza degli organi di amministrazione⁴¹. Gli Stati membri, tra cui l'Italia, saranno tenuti a recepire la

⁴⁰ Diritto Bancario. (2024). *La disciplina normativa dei FIA: AIFMD, TUF e regolazione nazionale*.

⁴¹ Ibidem

AIFMD 2 entro aprile 2026, salvo eccezioni previste per alcune misure specifiche.

In ambito italiano, il principale strumento di recepimento della normativa europea è il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza – TUF). La disciplina specifica sui FIA è stata introdotta dal D.Lgs. 44/2014, che ha aggiornato il TUF alla luce della AIFMD, definendo formalmente le categorie di FIA (italiani, UE, non UE, riservati e aperti), e abrogando le normative precedenti, come i decreti ministeriali 228/1999 e 19/2006.

Il TUF, all'articolo 1, individua le definizioni normative fondamentali per il settore, mentre ulteriori disposizioni sono demandate ai regolatori settoriali. In particolare, la Banca d'Italia ha emanato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, pubblicato nel 2012 e oggetto di numerosi aggiornamenti, il quale integra le norme primarie con disposizioni prudenziali⁴².

Il regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, emanato nel 2012 e aggiornato periodicamente, costituisce uno dei principali strumenti di normazione secondaria in materia di FIA in Italia. Questo regolamento integra e dettaglia il Testo Unico della Finanza (TUF), fornendo ai gestori di fondi alternativi (SGR e GEFIA) un insieme di disposizioni prudenziali e operative finalizzate a garantire la solidità organizzativa, la protezione degli investitori e il contenimento dei rischi⁴³. Tra gli aspetti centrali disciplinati dal regolamento, rilevano in particolare⁴⁴:

- Limiti di investimento e concentrazione: il regolamento impone vincoli specifici volti a evitare l'eccessiva esposizione verso un singolo emittente o comparto. Questi limiti, calcolati in percentuale del patrimonio del fondo, intendono tutelare la diversificazione del portafoglio e minimizzare il rischio di eventi idiosincratici. In particolare, sono previsti cap di concentrazione su strumenti finanziari non quotati e su esposizioni verso soggetti collegati.

⁴² Borsa Italiana. (2024). *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio: guida operativa*.

⁴³ Banca d'Italia. (2023). *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio – aggiornamento 2023*.

⁴⁴ Giovannini, R., & Porrini, D. (2022). *La vigilanza prudenziale nei FIA: struttura, controlli, rischi*. Milano: Giuffrè Editore.

ESMA – European Securities and Markets Authority. (2021). *Guidelines on leverage under the AIFMD*.

Assogestioni. (2024). *Linee guida organizzative per le SGR italiane*

- Obblighi di separazione patrimoniale: il principio della separazione tra patrimonio del fondo e patrimonio della SGR è alla base dell'architettura giuridica dei FIA. Il regolamento stabilisce che ogni fondo gestito deve avere una contabilità distinta, e che i beni in portafoglio non possono essere aggrediti da creditori del gestore. Questo meccanismo è cruciale per assicurare che gli interessi degli investitori siano protetti in caso di insolvenza della SGR.
- Criteri per l'uso della leva finanziaria: il regolamento impone ai gestori l'obbligo di adottare limiti interni di leva coerenti con la strategia del fondo e proporzionati al profilo di rischio degli investimenti. Tali limiti devono essere monitorati in modo continuo e devono essere integrati con sistemi di stress test per valutare l'impatto di scenari avversi. Inoltre, la leva deve essere calcolata secondo i metodi previsti dal Regolamento (UE) 231/2013: Metodo lordo, che include tutte le esposizioni, e Metodo impegnato, che tiene conto degli effetti di copertura.
- Requisiti organizzativi per le SGR: il regolamento definisce requisiti minimi sull'adeguatezza organizzativa, imponendo alle SGR di dotarsi di sistemi di controllo interno, funzioni indipendenti di risk management e compliance, e misure di prevenzione dei conflitti di interesse. In particolare, è richiesto che le strutture di controllo siano proporzionate alla complessità operativa del gestore e del fondo. Sono inoltre previste procedure obbligatorie per la gestione della liquidità, la valutazione degli asset e l'outsourcing delle funzioni rilevanti.

Complessivamente, il Regolamento Banca d'Italia ha lo scopo di garantire che la gestione collettiva del risparmio, seppur flessibile dal punto di vista strategico, sia esercitata all'interno di un quadro prudente e supervisionato, in linea con gli standard europei fissati dalla Direttiva AIFMD e dalla vigilanza dell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*).

Elemento fondamentale dell'impianto normativo è rappresentato dalla banca depositaria, la quale ha l'obbligo di sorvegliare il patrimonio del fondo, verificarne la conformità alle disposizioni statutarie e normative, e segnalare eventuali anomalie.

A sua volta, la CONSOB ha emesso diverse delibere attuative, con l'obiettivo di garantire trasparenza e correttezza informativa nei confronti degli investitori. Tra

queste, si segnalano le regole sulla classificazione degli investitori (art. 39 TUF), le modalità di offerta dei FIA al pubblico, nonché la disciplina sulle comunicazioni precontrattuali.

Una disciplina particolare è riservata ai cosiddetti FIA riservati, ossia fondi alternativi accessibili solo a investitori qualificati o non professionali in possesso di determinati requisiti. Tali strumenti, pur non destinati alla generalità del pubblico retail, sono divenuti nel tempo oggetto di una crescente attenzione normativa, in particolare per favorire una maggiore accessibilità pur mantenendo solide garanzie di tutela degli investitori.

Il Decreto MEF 30/2015, ha introdotto una soglia minima di sottoscrizione pari a 500.000 euro per i soggetti non professionali, prevedendo tuttavia una deroga significativa: la possibilità di ridurre la soglia a 100.000 euro nel caso in cui l'investitore sottoscriva il FIA tramite un consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede o attraverso un portale di crowdfunding vigilato. Questa apertura ha segnato un primo passo verso una democratizzazione controllata dell'accesso a strumenti riservati, pur imponendo sempre l'obbligo di sottoscrizione consapevole mediante firma di una dichiarazione che attesti la piena comprensione dei rischi⁴⁵.

Successivamente, con il DM 19/2022, il legislatore ha ulteriormente aggiornato i criteri di accesso per gli investitori non professionali, con l'obiettivo di ampliare il bacino potenziale di sottoscrittori senza compromettere la tenuta prudenziale dell'intero sistema. In particolare, è stata estesa la possibilità di investimento a soggetti che rispettano almeno due su tre requisiti relativi al volume del portafoglio, all'esperienza finanziaria e alla frequenza delle operazioni effettuate, criteri mutuati dall'approccio della MIFID II per la qualificazione del cliente professionale su richiesta⁴⁶.

Tale evoluzione normativa si colloca in un contesto più ampio in cui il sistema di

⁴⁵ Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). (2015). *Decreto 5 marzo 2015, n. 30 – Regolamento attuativo art. 39 TUF in materia di FIA riservati*.

⁴⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). (2022). *Decreto 13 gennaio 2022, n. 19 – Nuovi criteri per l'accesso ai FIA riservati*.

vigilanza italiano, in linea con le indicazioni dell'ESMA, punta a equilibrare apertura dei mercati e disciplina sostanziale. In questo senso, il FIA riservato non è più un veicolo esclusivamente “chiuso” a pochi investitori istituzionali, ma può diventare uno strumento adatto anche a investitori patrimonialmente solidi e consapevoli, capaci di sostenere l'illiquidità e la rischiosità tipica dei mercati alternativi⁴⁷.

Dal punto di vista operativo, le SGR che promuovono FIA riservati sono comunque soggette a obblighi stringenti in tema di trasparenza precontrattuale, adeguatezza del prodotto al profilo del cliente e valutazione dell'appropriatezza, secondo quanto stabilito dalla Delibera CONSOB n. 20307/2018, che ha recepito i principi della MiFID II nel contesto italiano. La vigilanza è orientata non solo al rispetto formale delle soglie e dei requisiti, ma anche alla verifica della coerenza sostanziale tra le caratteristiche del fondo e la tipologia di investitore target⁴⁸.

Tale modello consente di ampliare il ruolo del risparmio privato a supporto dell'economia reale, specialmente nel finanziamento di scale-up, infrastrutture e transizione energetica, preservando allo stesso tempo l'integrità dei mercati finanziari.

⁴⁷ ESMA – European Securities and Markets Authority. (2023). *Retail investor access to complex products: balancing risk and opportunity*.

⁴⁸ CONSOB. (2023). *Nota di aggiornamento sulle misure di adeguatezza e appropriatezza nei FIA riservati*.

2. Le vulnerabilità dei FIA. Opacità, leva e governance

2.1. Introduzione

Nel panorama finanziario contemporaneo, i FIA rivestono un ruolo sempre più rilevante nella mobilitazione di capitali verso asset non tradizionali e settori dell'economia reale scarsamente serviti dal credito bancario. Dai fondi di private equity a quelli di Real Estate, dai fondi di credito privato agli hedge fund, la categoria dei FIA si distingue per l'eterogeneità delle strategie, la flessibilità operativa e, soprattutto, la minore regolamentazione rispetto ai fondi comuni armonizzati (UCITS). È proprio questa relativa libertà che, se da un lato ha consentito lo sviluppo di un'industria dinamica e altamente innovativa, dall'altro ha posto interrogativi crescenti circa la trasparenza, la solidità e la vulnerabilità sistemica di questi veicoli. Tra i principali punti critici, emergono in particolare tre dimensioni strettamente interconnesse: l'opacità informativa, l'utilizzo esteso della leva finanziaria e le fragilità nei meccanismi di governance.

La prima vulnerabilità è costituita dalla natura intrinsecamente opaca dei FIA. A differenza dei fondi armonizzati, che sono soggetti a stringenti obblighi di disclosure, i FIA si avvalgono spesso di regimi normativi più leggeri, soprattutto quando domiciliati in giurisdizioni off-shore o scarsamente trasparenti. Tale opacità si manifesta sotto molteplici aspetti: dalla struttura multilivello dei veicoli societari (SPV, trust, holding), alla mancanza di informazioni puntuali sui beneficiari effettivi e sui flussi finanziari sottostanti, fino all'assenza di dati aggiornati sulla composizione del portafoglio. Ciò comporta una significativa asimmetria informativa tra gestori e investitori, ma anche tra gestori e autorità di vigilanza⁴⁹. Non è un caso che diversi organismi sovranazionali, tra cui il *Financial Action Task Force* (FATF) e l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), abbiano segnalato i FIA come strumenti potenzialmente esposti al rischio di infiltrazioni illecite, proprio in virtù della loro capacità di accogliere capitali con scarsa tracciabilità, sfruttando il deficit di visibilità strutturale e giuridica⁵⁰.

⁴⁹ Financial Action Task Force (FATF). (2021). *Money Laundering and Terrorist Financing in the Context of Private Investment Funds*.

⁵⁰ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2023). *Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds*.

Financial Action Task Force (FATF). (2014). *Guidance on Transparency and Beneficial Ownership*.

Accanto all'opacità informativa, un secondo fattore di vulnerabilità è rappresentato dall'impiego sistematico della leva finanziaria, in particolare nei contesti di acquisizione tramite *leveraged buyout* (LBO). L'utilizzo della leva consente di amplificare i rendimenti potenziali a fronte di un investimento iniziale contenuto, ma al prezzo di un aumento esponenziale del rischio. Tale caratteristica, se combinata con una vigilanza debole o con incentivi distorti nella struttura delle commissioni (ad esempio il modello "2/20" è una struttura commissariale tipica dei fondi, in cui il gestore percepisce una commissione fissa del 2% sul capitale gestito e una commissione variabile del 20% sui profitti realizzati, incentivando strategie orientate alla massimizzazione del rendimento), può favorire comportamenti opportunistici e operazioni speculative eccessivamente rischiose⁵¹.

Dal punto di vista macroprudenziale, l'eccessivo ricorso alla leva da parte dei FIA è oggetto di crescente attenzione da parte dell'*European Systemic Risk Board* (ESRB) e della BCE, che hanno più volte sottolineato la necessità di monitorare l'accumulo di rischi latenti nel cosiddetto "shadow banking system"⁵². In particolare, la leva utilizzata nei fondi alternativi può amplificare non solo l'esposizione individuale al rischio, ma anche le connessioni tra settori finanziari e non finanziari, generando vulnerabilità sistemiche difficilmente rilevabili ex ante.

La terza dimensione di vulnerabilità risiede nella governance dei FIA, spesso affidata a gestori con poteri ampi e scarsamente bilanciati da contropoteri interni o da meccanismi di controllo efficaci. I FIA, per loro natura, sono strutture private e chiuse, e possono facilmente trasformarsi in "*black box*" operative in cui le decisioni di investimento sono delegate a soggetti scarsamente responsabili nei confronti degli investitori o della collettività. Inoltre, l'interconnessione tra FIA e veicoli societari opachi rende arduo identificare la catena decisionale e le responsabilità in caso di operazioni anomale.

In questo contesto, le infiltrazioni criminali possono trovare terreno fertile, soprattutto

⁵¹ Acharya, V. V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2010). The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89–137.

⁵² European Systemic Risk Board (ESRB). (2022). *Vulnerabilities in the asset management sector*.

laddove i meccanismi di selezione delle controparti, di due diligence e di identificazione del beneficiario effettivo siano carenti o meramente formali⁵³.

Queste tre dimensioni: opacità, leva e governance; non operano in modo isolato, ma si rafforzano reciprocamente. Un fondo opaco che utilizza strumenti finanziari complessi e detiene un assetto di governance debole è esposto a una molteplicità di rischi, tra cui non solo quelli strettamente finanziari, ma anche rischi reputazionali, normativi e in ultima analisi etici.

Il rischio reputazionale, in particolare, ha un impatto sistemico: quando anche solo uno o pochi FIA vengono coinvolti in scandali legati al riciclaggio o alla criminalità organizzata, la fiducia dell'intero mercato può essere compromessa. Questo è ancor più vero nel contesto italiano, dove l'interesse delle mafie per il settore finanziario e in particolare per gli strumenti ad alta opacità, è ben documentato da anni di indagini giudiziarie e intelligence antimafia⁵⁴. L'interesse dei clan per i FIA risiede non solo nella possibilità di riciclare fondi, ma anche in quella di acquisire indirettamente controllo su asset strategici, tramite operazioni formalmente lecite ma sostanzialmente pilotate.

Nel presente capitolo si analizzeranno quindi, in maniera sistematica e approfondita, le principali vulnerabilità strutturali dei FIA, con riferimento a cinque aree tematiche: le asimmetrie informative e il moral hazard, il ruolo dei veicoli societari opachi, le criticità dell'uso della leva attraverso i leveraged buyout, gli indicatori di rischio e le *red flag* nelle operazioni, e infine il rischio reputazionale e le implicazioni di governance. Ciascuna sezione integrerà l'analisi teorica con evidenze empiriche e riferimenti a fonti istituzionali, con l'obiettivo di delineare un quadro chiaro e aggiornato del problema. In particolare, verranno messi in luce i meccanismi attraverso cui la criminalità organizzata può sfruttare queste vulnerabilità per infiltrarsi nei circuiti legali dell'economia, approfittando della complessità e dell'evoluzione normativa ancora in divenire.

⁵³ Unità di Informazione Finanziaria (UIF). (2019). *Indicatori di anomalia per la segnalazione di operazioni sospette*. Banca d'Italia.

⁵⁴ Direzione Investigativa Antimafia (DIA). (2023). *Relazione semestrale al Parlamento - I semestre 2023*.

Comprendere tali dinamiche non è solo un esercizio accademico, ma una necessità per la formulazione di policy pubbliche efficaci e per la protezione dell'integrità del sistema finanziario europeo. La sfida non è demonizzare i FIA, che rappresentano uno strumento legittimo e utile per l'allocazione efficiente del capitale, ma garantire che la loro crescente centralità nell'economia reale non diventi il punto debole attraverso cui si insinua la criminalità economico-finanziaria.

2.2. Le asimmetrie informative e il moral hazard nei FIA

Le asimmetrie informative rappresentano una caratteristica strutturale dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA), derivante dalla loro natura privatistica, dalla complessità dei veicoli societari coinvolti e dal minor grado di regolamentazione rispetto ai fondi armonizzati (UCITS). Tali asimmetrie non sono solamente una questione di trasparenza nei confronti del mercato, ma assumono una rilevanza sistemica quando facilitano comportamenti opportunistici da parte dei gestori e aprono spazi di infiltrazione criminale. In questo contesto, si manifesta un fenomeno strettamente connesso: il moral hazard, ovvero la tendenza degli agenti (in questo caso i gestori) ad assumere rischi maggiori quando sanno che altri (gli investitori o il sistema finanziario nel suo complesso) ne sopporteranno le conseguenze.

A livello teorico, la relazione tra gestore e sottoscrittori nei FIA può essere modellata secondo la logica del dilemma principale-agente⁵⁵, dove l'asimmetria informativa tra chi prende le decisioni (il gestore) e chi fornisce il capitale (gli investitori) è amplificata dal grado limitato di disclosure pubblica. I FIA sono spesso autorizzati a non pubblicare informazioni dettagliate sui portafogli detenuti, sulla valutazione degli asset o sulla composizione dei veicoli societari intermedi. Tale opacità, se da un lato consente efficienza operativa e riservatezza commerciale, dall'altro limita le capacità di monitoraggio degli investitori e delle autorità di vigilanza. L'assenza di trasparenza può essere sfruttata dai gestori per perseguire strategie di investimento ad alto rischio, non sempre coerenti con il profilo di rischio degli investitori. Questo è particolarmente vero nei fondi strutturati con schemi commissionali basati su performance fee, come il già citato modello 2/20, in cui il gestore riceve una commissione fissa (2%) più un 20% dell'eventuale profitto annuale. In tali configurazioni, se i rendimenti sono negativi, il gestore non subisce penalizzazioni economiche dirette, ma può essere incentivato ad assumere rischi più elevati nel tentativo di recuperare le perdite (*risk shifting*), trasferendo l'onere del rischio sugli investitori⁵⁶.

⁵⁵ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

⁵⁶ Goetzmann, W. N., Ingersoll, J. E., & Ross, S. A. (2003). High-water marks and hedge fund management contracts. *The Journal of Finance*, 58(4), 1685–1718.

A livello normativo, la direttiva AIFMD (2011/61/UE) ha introdotto requisiti più stringenti per i FIA, imponendo obblighi di rendicontazione periodica alle autorità nazionali competenti e la comunicazione di dati su leva, liquidità, concentrazioni e rischi. Tuttavia, gran parte di queste informazioni resta riservata e non pubblicamente accessibile, aggravando l'asimmetria informativa verso il mercato. Inoltre, la qualità e la tempestività delle informazioni fornite variano notevolmente tra le giurisdizioni, soprattutto quando si utilizzano strutture domiciliate in Stati terzi o paradisi fiscali.

L'asimmetria informativa non riguarda solo la relazione gestore-investitore, ma si estende al piano autorità–intermediario, con impatti rilevanti sulla prevenzione delle infiltrazioni criminali. Secondo il GAFI (2021), l'assenza di obblighi AML (anti-money laundering) uniformi e la difficoltà di identificare i beneficiari effettivi (ultimate beneficial owners, UBO) rendono i FIA particolarmente vulnerabili a fenomeni di riciclaggio e finanziamento illecito. In passato, la scarsa cooperazione tra autorità nazionali ha consentito a soggetti mafiosi di infiltrarsi nei FIA utilizzando interposte persone, fiduciari o veicoli societari opachi, anche grazie alla mancanza di obblighi stringenti di verifica della clientela (KYC) nei confronti di certi investitori istituzionali o non UE.

L'asimmetria di potere contrattuale è un ulteriore elemento di rischio. In molti FIA chiusi, gli investitori hanno un accesso limitato ai processi decisionali e alla documentazione interna del fondo. In questi contesti, il gestore gode di un'elevata discrezionalità nelle operazioni e può negoziare direttamente con i soggetti target, anche in assenza di meccanismi trasparenti di selezione delle controparti. Questa condizione diventa critica quando il gestore stesso o i suoi collaboratori intrattengono rapporti non dichiarati con soggetti economici appartenenti alla criminalità organizzata, come documentato in alcune indagini giudiziarie italiane ed europee⁵⁷.

Non mancano casi concreti che illustrano l'impatto delle asimmetrie informative. Secondo un bollettino dell'FBI reso noto nel 2020, alcuni fondi alternativi domiciliati in giurisdizioni opache sono stati utilizzati da gruppi criminali per movimentare capitali

⁵⁷ Direzione Investigativa Antimafia. (2023). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023*. Ministero dell'Interno

di origine illecita, sfruttando la mancanza di trasparenza sugli investitori e la non obbligatorietà di report pubblici sui flussi di capitale⁵⁸. In tali casi, la natura chiusa e opaca dei FIA ha impedito alle autorità di rilevare precocemente le anomalie, consentendo la realizzazione di schemi sofisticati di riciclaggio.

Infine, l'opacità nei FIA può compromettere anche la fiducia degli investitori istituzionali. In un'indagine condotta da ESMA⁵⁹, è emerso che la mancanza di standard omogenei sulla rendicontazione dei rischi e dei costi nei FIA è tra le principali preoccupazioni dei fondi pensione europei, che spesso richiedono requisiti di due diligence aggiuntiva per investire in tali veicoli. Questo fattore, se non affrontato a livello sistemico, rischia di limitare la raccolta dei FIA “virtuosi” e al tempo stesso non impedire l'attività di quelli potenzialmente collusi, alimentando una selezione avversa nel settore.

In sintesi, l'asimmetrie informative nei FIA, sia tra gestori e investitori che tra FIA e autorità, creano un ambiente propizio all'insorgere di moral hazard, arbitraggio regolamentare e infiltrazioni mafiose. L'efficacia della vigilanza, la trasparenza dei beneficiari effettivi e l'uniformità delle pratiche AML/KYC rappresentano i cardini su cui costruire un sistema di controllo più solido e resistente alle distorsioni criminali.

⁵⁸ Financial Action Task Force. (2021). *Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds*. FATF/OECD.

⁵⁹ European Securities and Markets Authority. (2023). *Annual statistical report – EU alternative investment funds*.

2.3. Il ruolo dei veicoli societari – SPV, trust, holding

La struttura operativa dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) si fonda spesso sull'impiego di veicoli societari strumentali, come le *Special Purpose Vehicles* (SPV), i trust e le holding. Questi strumenti hanno la funzione economico-giuridica di supportare l'allocazione degli investimenti, segregare i rischi, ottimizzare la fiscalità e isolare le singole operazioni all'interno di architetture flessibili. Tuttavia, proprio per la loro versatilità e per la difficoltà intrinseca di tracciarne i legami sostanziali tra soggetti economici e giuridici, tali strumenti possono essere facilmente sfruttati da organizzazioni criminali a fini di occultamento patrimoniale, infiltrazione societaria o riciclaggio.

Gli SPV sono entità giuridiche costituite con lo scopo di realizzare un'operazione specifica, come l'acquisizione di un'azienda target, la gestione di un asset immobiliare, o l'emissione di strumenti finanziari. Per i FIA, l'utilizzo di SPV consente di separare i rischi associati a ciascun investimento, facilitare la gestione fiscale e, soprattutto, offrire una forma di "isolamento legale" (*ring-fencing*) tra patrimonio del fondo e attività specifiche. Questa funzione è legittima, ma presenta un grado di opacità strutturale: spesso gli SPV sono domiciliati in giurisdizioni con scarsa trasparenza sui registri societari, e le relazioni tra gestore del FIA, SPV e titolari effettivi possono risultare molto articolate. Il GAFI (2014) e l'ESMA (2023) hanno più volte segnalato che tale opacità, in assenza di obblighi stringenti di identificazione del *beneficial owner*, costituisce un fattore di rischio elevato per l'infiltrazione mafiosa e il riciclaggio⁶⁰.

Anche i trust, strumenti di origine anglosassone sempre più utilizzati in contesti finanziari internazionali, possono fungere da canale di interposizione. In un trust, un soggetto (trustee) gestisce un patrimonio nell'interesse di un beneficiario (beneficiary), secondo le indicazioni del disponente (settlor). Sebbene il trust possa essere utilizzato per fini legittimi (successioni, protezione patrimoniale, governance familiare), nella prassi internazionale è frequentemente impiegato per disconnettere formalmente la titolarità giuridica da quella economica, rendendo difficile risalire al vero beneficiario

⁶⁰ Financial Action Task Force. (2014). *Guidance on transparency and beneficial ownership*. FATF/OECD.

delle attività o dei proventi. In alcuni ordinamenti (es. Jersey, Panama, Liechtenstein) è possibile costituire trust con livelli minimi di disclosure pubblica, o con trustee fiduciari che operano per conto terzi non identificabili. Questo ha portato il GAFI e l'OCSE a raccomandare l'introduzione di registri centralizzati della titolarità effettiva per i trust, proprio per evitare che vengano impiegati come strumenti di opacità patrimoniale⁶¹.

Il caso delle holding è simile: una holding può detenere partecipazioni in numerose società operative, fungendo da “capofila” di un gruppo societario. All'interno dell'industria dei FIA, le holding sono spesso utilizzate per aggregare il controllo su più asset, centralizzare i flussi di dividendi e razionalizzare la gestione. Tuttavia, se tali strutture sono articolate su più livelli e dislocate in diverse giurisdizioni, il controllo effettivo può essere celato attraverso catene societarie frammentate, intestazioni fiduciarie o uso di *nominee directors*. La letteratura ha mostrato come tale complessità artificiosa sia spesso associata a finalità elusive o fraudolente⁶², e possa costituire una modalità di ingresso della criminalità economica nei settori produttivi attraverso acquisizioni indirette.

In Italia, le autorità antimafia hanno documentato numerosi casi in cui cosche e gruppi criminali organizzati hanno costituito o rilevato SPV, holding o altre entità veicolo, spesso tramite prestanome incensurati, per penetrare nel tessuto economico con modalità formalmente legittime. Le infiltrazioni sono avvenute, ad esempio, tramite acquisizioni di imprese in crisi, investimenti immobiliari o partecipazioni in appalti pubblici, rese possibili dalla mancanza di controlli adeguati sulla provenienza dei fondi e sull'identità reale dei soggetti coinvolti⁶³. In alcuni casi, SPV domiciliati all'estero sono stati utilizzati per acquistare beni in Italia, con modalità che rendevano difficile, per le autorità italiane, stabilire chi fosse effettivamente dietro l'operazione.

⁶¹ Financial Action Task Force. (2021). *Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds*. FATF/OECD.

⁶² Sharman, J. C. (2010). Shopping for anonymous shell companies: An audit study of anonymity and crime in the international financial system. *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 127–140.

⁶³ Direzione Investigativa Antimafia. (2023). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023*. Ministero dell'Interno.

Per contrastare queste vulnerabilità, l'Unione Europea ha introdotto, con la IV e la V Direttiva Antiriciclaggio (AMLD), l'obbligo per gli Stati membri di istituire registri centralizzati dei titolari effettivi di società e trust. In Italia, tale obbligo è stato recepito con il D.lgs. 231/2007, che prevede la comunicazione obbligatoria del *beneficial owner* da parte dei legali rappresentanti delle persone giuridiche. Tuttavia, l'attuazione pratica ha incontrato ritardi, opposizioni e in alcuni casi sentenze della Corte di Giustizia UE che hanno rallentato la pubblicità dei dati. A oggi, permangono lacune significative che rendono possibile l'utilizzo opaco di veicoli societari per finalità illecite⁶⁴.

Dal punto di vista dei gestori FIA, il ricorso a SPV e holding non costituisce di per sé un'anomalia: è una prassi legittima per motivi economici e fiscali. Tuttavia, ciò impone oneri rafforzati di due diligence, in particolare sulla struttura societaria degli SPV, sull'origine dei fondi e sull'identità dei soggetti coinvolti. Le linee guida della Financial Action Task Force raccomandano controlli rafforzati (*enhanced due diligence*) nei casi in cui si impieghino veicoli domiciliati in giurisdizioni ad alto rischio o con opacità giuridica riconosciuta⁶⁵.

Un ulteriore elemento critico è la mobilità giurisdizionale dei veicoli societari: molte strutture possono essere costituite in poche ore online, in Stati che non cooperano pienamente con le autorità europee o italiane. Questo consente una facile riconfigurazione della catena di controllo in caso di indagini o sospetti, ostacolando l'azione investigativa. In assenza di un'infrastruttura digitale condivisa tra le autorità fiscali e antiriciclaggio dei vari Stati, il rischio è che le operazioni mafiose travestite da investimenti legittimi restino invisibili o irrintracciabili per lunghi periodi.

In conclusione, se da un lato SPV, trust e holding rappresentano strumenti indispensabili nella moderna architettura finanziaria, dall'altro la loro potenziale opacità e manipolabilità li rende mezzi ideali per l'occultamento patrimoniale e l'infiltrazione criminale nei FIA. La loro presenza impone dunque un'attenzione particolare da parte dei gestori, delle autorità e degli investitori, nella consapevolezza

⁶⁴ Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, aggiornato con recepimento della V Direttiva Antiriciclaggio.

⁶⁵ Financial Action Task Force. (2021). *Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds*. FATF/OECD.

che la trasparenza societaria non è solo una questione tecnica, ma un presidio cruciale contro le distorsioni mafiose nella finanza.

2.4. Il leveraged buyout come strumento a doppio taglio

Il *leveraged buyout* (LBO) rappresenta uno degli strumenti finanziari più diffusi nella prassi operativa dei Fondi di Investimento Alternativi, in particolare nel segmento del private equity. Questa tecnica consente l'acquisizione del controllo di un'impresa tramite un veicolo societario appositamente costituito, che finanzia l'acquisto attraverso una combinazione di debito e capitale proprio.

La leva finanziaria (*leveraged*), ottenuta prevalentemente tramite debiti bancari o obbligazionari, viene ripagata con i flussi di cassa generati dall'impresa acquisita. In un contesto virtuoso, il LBO può portare a un miglioramento della performance aziendale grazie all'azione ristrutturante del fondo; tuttavia, l'architettura stessa del meccanismo lo rende potenzialmente vulnerabile ad abusi, opacità e infiltrazioni illecite.

Dal punto di vista finanziario, l'LBO permette al fondo acquirente di massimizzare il rendimento del capitale investito (*internal rate of return*, IRR) proprio grazie alla leva. Tuttavia, tale struttura implica un trasferimento del rischio sul soggetto target: è quest'ultimo, infatti, che dovrà sostenere l'onere del debito contratto dalla società veicolo. La sostenibilità dell'operazione dipende dalla stabilità dei flussi di cassa futuri, che spesso sono sovrastimati nelle fasi di mercato espansive. Ciò rende l'intera operazione esposta a rischi sistemici e a deterioramento accelerato in caso di shock esogeni, come crisi economiche o aumento dei tassi d'interesse⁶⁶ (Axelson et al., 2013).

L'uso del LBO è stato storicamente oggetto di controversie giuridiche. In Italia, fino alla riforma del diritto societario del 2003, l'LBO era considerato in violazione dell'art. 2358 del Codice Civile, che vietava il finanziamento assistito all'acquisto di azioni proprie. La giurisprudenza ha poi evoluto l'interpretazione, riconoscendo la liceità del LBO a condizione che la società target conservi un patrimonio netto adeguato e che l'operazione sia condotta nel rispetto del principio di interesse sociale (Cass., Sez. I civ., n. 26725/2007)⁶⁷.

⁶⁶ Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267.

⁶⁷ Cass., Sez. I civ., 27 dicembre 2007, n. 26725.

Tuttavia, rimangono ampie aree grigie in cui operazioni formalmente lecite possono risultare, nella sostanza, strumentali a finalità illecite o addirittura predatorie.

Nel contesto dei FIA, il LBO può costituire un veicolo sofisticato per l'infiltrazione mafiosa, in particolare quando il capitale di partenza proviene da fonti illecite e il debito è ottenuto tramite rapporti opachi con istituti di credito compiacenti o inconsapevoli. La logica d'azione della criminalità organizzata, in questi casi, è chiara: limitare l'impiego di capitale proprio, in modo da ridurre l'esposizione diretta e aumentare la mimetizzazione e utilizzare il debito per acquisire asset strategici nel tessuto economico, che verranno poi sfruttati per operazioni di drenaggio di risorse, *asset stripping* o riciclaggio.

Un esempio emblematico è costituito da operazioni in cui la società target, una volta acquisita, viene svuotata progressivamente tramite contratti con soggetti collegati (fornitori gonfiati, locazioni simulate, royalties eccessive), trasferendo risorse verso entità controllate dalla criminalità. Una parte dei flussi può essere utilizzata per ripagare il debito, mentre il residuo rappresenta un profitto netto per l'organizzazione criminale, che ha così trasformato capitale illecito in rendimenti formalmente giustificati.

Anche la due diligence bancaria nelle operazioni di LBO può essere aggirata: se i soggetti coinvolti nella transazione (gestori, advisor, amministratori della NewCo) sono formalmente incensurati, e i flussi finanziari sembrano coerenti, l'operazione può passare inosservata. In realtà, dietro queste figure potrebbero celarsi prestanome, fiduciari e *gatekeepers* che operano per conto di soggetti mafiosi. In tali contesti, il LBO non è solo uno strumento finanziario, ma un "cavallo di Troia" per la penetrazione criminale nel tessuto produttivo, specie in settori ad alta intensità di capitale o con accesso a fondi pubblici (appalti, energia, sanità, logistica).

A livello normativo, l'AIFMD (2011/61/UE) impone ai gestori di FIA che utilizzano leva finanziaria significativa di notificare alle autorità competenti il livello di leva impiegata e l'impatto potenziale sul sistema. L'articolo 25 della direttiva consente inoltre alle autorità di imporre limiti alla leva quando identificano rischi per la stabilità finanziaria. Tuttavia, tali meccanismi hanno finalità principalmente macroprudenziali, e non sempre riescono a cogliere la componente criminale delle operazioni. Come

rilevato da ESMA⁶⁸, molti fondi operano con livelli di leva elevati tramite entità non UE, sottraendosi così a parte dei controlli europei.

Un ulteriore elemento critico è il ritmo accelerato con cui alcuni FIA effettuano operazioni di LBO in serie, concentrando nel portafoglio aziende vulnerabili o indebitate. Questo schema può generare effetti domino in caso di default multipli, ma soprattutto può indicare un intento non industriale, bensì speculativo o manipolatorio⁶⁹.

Alcune indagini in Italia e in altri Paesi UE hanno ipotizzato l'esistenza di “circuiti opachi” in cui FIA, advisor finanziari e soggetti legati ad ambienti mafiosi collaborano per acquisire aziende con l'obiettivo di smembrarle e reinvestire i proventi in nuove operazioni, creando una catena di riciclaggio mascherato da attività di investimento⁷⁰.

L'analisi del LBO come strumento “a doppio taglio” evidenzia come la sua efficacia e legittimità dipendano interamente dal contesto operativo e dalla trasparenza dei soggetti coinvolti. In mancanza di adeguati controlli AML e di verifiche approfondite sulla provenienza dei capitali, l'LBO può diventare un catalizzatore per l'economia criminale. È dunque fondamentale rafforzare la cooperazione tra autorità di vigilanza finanziaria e autorità giudiziaria, dotarsi di strumenti di tracciamento incrociato e promuovere best practice di trasparenza e integrità nella strutturazione delle operazioni.

In questo contesto, risulta utile proporre una rappresentazione sintetica delle principali vulnerabilità sistemiche che caratterizzano le diverse tipologie di FIA con particolare riferimento ai rischi di opacità informativa, leva finanziaria e debolezze di governance. Le tre dimensioni considerate rappresentano, sulla base della letteratura e delle evidenze istituzionali analizzate, le leve più frequentemente sfruttate da soggetti criminali per infiltrare strumenti finanziari strutturati, dissimulando l'origine illecita dei capitali impiegati.

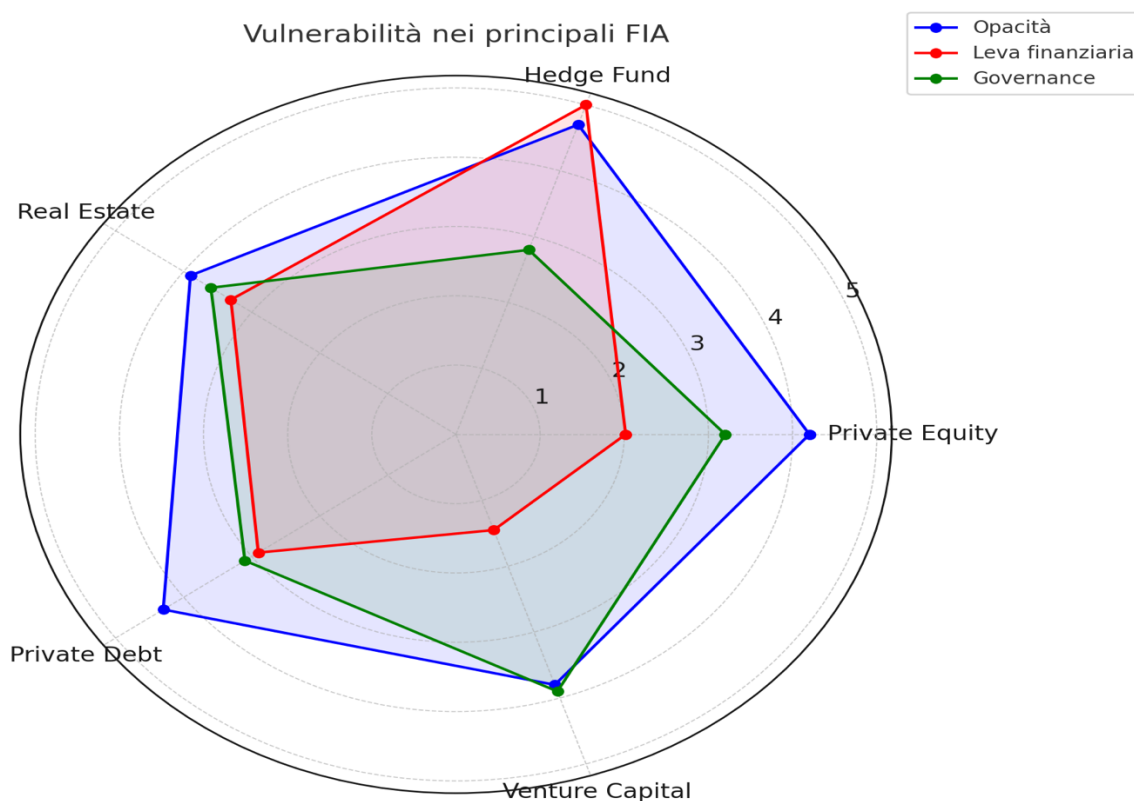
⁶⁸ European Securities and Markets Authority. (2023). *Annual statistical report – EU alternative investment funds*

⁶⁹ Unità di Informazione Finanziaria. (2019). *Indicatori di anomalia per la segnalazione di operazioni sospette*. Banca d'Italia.

⁷⁰ Direzione Investigativa Antimafia. (2023). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023*. Ministero dell'Interno.

Il grafico radar che segue propone una valutazione comparativa delle fragilità relative delle principali categorie di FIA rispetto a questi tre fattori di rischio. Si tratta di una matrice qualitativa, costruita sulla base di fonti secondarie autorevoli (UIF, FATF, ESMA, Preqin, PitchBook) e finalizzata a offrire un ausilio visivo nella lettura dei profili di rischio più esposti.

Figura 2 Vulnerabilità tipica nei diversi FIA.



Elaborazione dell'autore su base qualitativa (FATF,2021; UIF,2024; ESMA,2023; PitchBook,2023; Preqin, 2023)⁷¹

⁷¹ FATF. (2021). *Risk-Based Approach for the Securities Sector*. Paris: FATF.

UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). *Quaderni Antiriciclaggio n. 24 – Le mafie e le imprese*. Roma: Banca d'Italia.

ESMA – European Securities and Markets Authority. (2023). *Risk and Market Monitoring Report*. Paris: ESMA.

Europol. (2021). *SOCTA – Serious and Organised Crime Threat Assessment*. L'Aia: Europol.

PitchBook Data Inc. (2023). *Global Private Markets Outlook*.

Preqin Ltd. (2023). *Alternative Assets 2023 – Fund Structures and Transparency*.

Il grafico mette chiaramente in evidenza come le vulnerabilità non siano distribuite in modo uniforme tra le diverse tipologie di FIA. I fondi hedge, ad esempio, si collocano sistematicamente ai massimi livelli di esposizione per quanto riguarda opacità e leva finanziaria, mentre presentano anche criticità rilevanti nella governance, dovute a strutture spesso off-shore e a una bassa trasparenza verso l'investitore retail e gli enti regolatori.

I fondi immobiliari e di private debt presentano vulnerabilità eterogenee: nel primo caso, la leva finanziaria è generalmente elevata (a causa del massiccio ricorso al debito per finanziare acquisizioni immobiliari), ma la governance può risultare più solida grazie alla regolamentazione domestica; nel secondo, la rischiosità è connessa soprattutto all'opacità dei contratti di finanziamento e alla difficoltà di monitorare ex post la destinazione dei fondi.

Il private equity tradizionale mostra un rischio intermedio su tutte e tre le dimensioni, ma è proprio questa apparente "normalità" a renderlo uno strumento potenzialmente appetibile per operazioni di mimetizzazione finanziaria. I fondi di venture capital, infine, pur presentando in media una governance più evoluta e trasparente, possono risultare vulnerabili per via della minore solidità dei controlli ex ante sugli investitori (soprattutto in fase di fundraising).

L'inserimento di questo tipo di matrice qualitativa nella presente tesi sperimentale ha lo scopo di tradurre le evidenze teoriche e giurisprudenziali raccolte nei primi capitoli in uno strumento operativo di analisi comparata. La finalità è duplice: da un lato, delineare un profilo sintetico di rischio per ciascuna tipologia di FIA; dall'altro, predisporre un modello logico di supporto alla due diligence antimafia in ambito finanziario, che verrà ulteriormente sviluppato nel Capitolo 4, dedicato al caso simulato "Fondo Atlantide".

In tal senso, la vulnerabilità dei FIA non dipende solo da carenze di vigilanza, ma è spesso il riflesso di scelte strategiche (es. impiego di SPV esteri, uso massivo della

leva) e di asimmetrie informative intrinseche. Comprendere la mappa di tali vulnerabilità è essenziale per sviluppare strumenti di controllo più efficaci, ma anche per orientare i capitali pubblici e previdenziali verso forme di investimento più sicure e meno esposte a fenomeni di criminalità finanziaria.

2.5. Indicatori di rischio e red flag nelle operazioni

Nel contesto dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA), la possibilità di intercettare in fase preventiva segnali di rischio riconducibili a operazioni sospette o a potenziali infiltrazioni criminali è essenziale per preservare l'integrità del sistema. Gli indicatori di anomalia o *red flag*, costituiscono strumenti operativi fondamentali per analisti finanziari, gestori, autorità di vigilanza e unità di informazione finanziaria, nella loro funzione di filtro iniziale e di attivazione di ulteriori verifiche. A differenza degli illeciti conclamati, i *red flag* non costituiscono prova di una condotta criminale, ma segnalano una deviazione statistica o qualitativa rispetto alla normalità, che giustifica l'adozione di cautele rafforzate, inclusa la sospensione o segnalazione dell'operazione.

Uno dei primi *red flag* rilevanti nei FIA è l'impiego di strutture societarie complesse, multilivello e transnazionali, soprattutto quando non sono giustificate da esigenze operative. La costituzione di SPV in giurisdizioni diverse da quella del gestore, il ricorso a trust opachi o l'utilizzo di soggetti fiduciari per intestare quote del fondo possono indicare la volontà di celare l'identità del beneficiario effettivo. Secondo il GAFI ⁷², l'opacità del titolare reale è una delle principali condizioni predisponenti per il riciclaggio e la manipolazione criminale delle strutture di investimento.

Un secondo indicatore critico riguarda l'origine dei fondi investiti. Afflussi consistenti di capitale da soggetti senza profilo finanziario coerente (es. società appena costituite, conti in Paesi high-risk, trust con beneficiari sconosciuti) devono essere attentamente valutati. La *due diligence* standard non è sufficiente in questi casi; occorre applicare misure rafforzate, come previsto dall'art. 20 del D.lgs. 231/2007. La UIF italiana ha segnalato, ad esempio, che un apporto di capitale a un fondo tramite società domiciliate in Paesi con bassa trasparenza fiscale, senza una documentazione solida sul beneficiario effettivo e senza motivazioni economiche apparenti, costituisce una chiara *red flag*⁷³.

Anche le modalità operative delle transazioni offrono segnali rilevanti. Investimenti in

⁷² Financial Action Task Force. (2021). *Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds*. FATF/OECD.

⁷³ Unità di Informazione Finanziaria. (2019). *Indicatori di anomalia per la segnalazione di operazioni sospette*. Banca d'Italia.

imprese in crisi, soprattutto se avvengono in modo repentino e con offerta di liquidità immediata, possono rappresentare una forma di acquisizione anomala tipica delle strategie mafiose. Secondo quanto evidenziato dalla DIA⁷⁴, molte organizzazioni criminali approfittano della vulnerabilità finanziaria delle imprese per penetrare in settori economici strategici, offrendo finanziamenti “provvidenziali” tramite veicoli finanziari riconducibili a FIA o società d’investimento opache. Se a ciò si aggiungono cambi repentini di management nella società target o l’assenza di competenze finanziarie nel team dell’investitore, il sospetto di un’operazione strumentale si rafforza.

Un ulteriore set di indicatori è rappresentato da comportamenti ricorrenti nei modelli operativi dei FIA, come ad esempio la frequente sostituzione dei consulenti legali o finanziari coinvolti nelle operazioni, l’impiego ripetuto degli stessi soggetti notarili in contesti territoriali diversi, o l’utilizzo sistematico di strutture in Paesi a fiscalità privilegiata. Anche la velocità di rotazione degli asset in portafoglio può essere un indicatore di anomalia: i FIA che cedono e riacquisiscono partecipazioni in tempi molto brevi, soprattutto in operazioni intra-gruppo, potrebbero essere impegnati in schemi di layering, volti a dissimulare la tracciabilità del denaro⁷⁵.

La comunicazione ridotta con gli investitori rappresenta un altro segnale critico. In particolare, fondi che non forniscono aggiornamenti periodici coerenti con le disposizioni della direttiva AIFMD, o che modificano frequentemente la propria politica di investimento senza ragioni plausibili, possono nascondere comportamenti opportunistici. L’ESMA ha sottolineato come il monitoraggio dei comportamenti di reporting e la coerenza delle informazioni fornite siano fondamentali per rilevare tempestivamente segnali di rischio sistemico o illecito⁷⁶.

L’analisi dei *red flag* deve essere integrata anche con elementi qualitativi di contesto, come l’appartenenza territoriale dei soggetti coinvolti in aree ad alta incidenza mafiosa,

⁷⁴ Direzione Investigativa Antimafia. (2023). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023*. Ministero dell’Interno.

⁷⁵ Financial Action Task Force. (2014). *Guidance on transparency and beneficial ownership*. FATF/OECD.

⁷⁶ European Securities and Markets Authority. (2023). *Annual statistical report – EU alternative investment funds*.

la presenza di precedenti penali nei soggetti collegati, oppure il coinvolgimento di personalità politicamente esposte (PEP) non sufficientemente giustificato. La normativa antiriciclaggio impone che i soggetti obbligati effettuino valutazioni di rischio dinamiche, anche alla luce di nuove informazioni, mutamenti nel profilo dell'investitore o dell'operazione⁷⁷. In termini operativi, le autorità di vigilanza hanno messo a disposizione strumenti e linee guida per facilitare l'identificazione di tali segnali. La UIF, ad esempio, ha pubblicato un insieme di indicatori tipizzati per il settore della gestione del risparmio, che comprendono: movimentazioni anomale nei conti intestati al fondo, investimenti "a specchio" tra soggetti apparentemente non correlati, e sottoscrizioni frazionate al di sotto delle soglie di segnalazione obbligatoria. Analogamente, ESMA e BCE hanno richiesto che i gestori AIF utilizzino sistemi di early warning per individuare comportamenti anomali sia tra gli investitori che nei portafogli di partecipazioni⁷⁸.

L'utilizzo delle tecnologie di data analytics e intelligenza artificiale rappresenta un potenziale ulteriore sviluppo nella rilevazione di *red flag*. Sistemi di *machine learning* applicati alle transazioni e ai profili degli investitori possono aiutare a identificare pattern anomali che sfuggono all'analisi tradizionale. Alcuni gestori internazionali già adottano strumenti di *continuous transaction monitoring* e incrocio automatizzato di dati KYC, registri UBO e fonti OSINT, per potenziare la loro capacità di individuazione precoce delle anomalie.

In sintesi, la rilevazione dei *red flag* nelle operazioni dei FIA costituisce una difesa avanzata contro le infiltrazioni criminali e le pratiche di riciclaggio. Tuttavia, tale sistema può essere efficace solo se supportato da: cultura del rischio, governance interna adeguata, e cooperazione tra enti privati e pubblici nella condivisione delle informazioni. In un contesto finanziario complesso come quello dei FIA, non è sufficiente identificare singoli segnali: occorre interpretare l'insieme dei segnali in chiave sistemica, attivando meccanismi di prevenzione, segnalazione e interdizione in tempo utile.

⁷⁷ Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, e successive modifiche.

⁷⁸ European Systemic Risk Board. (2022). *Vulnerabilities in the asset management sector*.

2.6. Il rischio reputazionale e le implicazioni di governance

Nell'universo dei FIA, il rischio reputazionale e le implicazioni di governance rappresentano due dimensioni strettamente interconnesse che incidono tanto sulla resilienza interna del fondo quanto sulla sua capacità di attrarre investitori istituzionali e operare in mercati regolamentati. A differenza di altri rischi più facilmente quantificabili (come quelli finanziari o operativi), il rischio reputazionale si configura come un rischio “trasversale” e cumulativo: si manifesta con maggiore impatto quando si sommano episodi di mancata vigilanza, coinvolgimenti indiretti in scandali o associazioni con soggetti opachi, spesso senza che vi siano violazioni formali immediate.

La reputazione di un FIA è costruita sulla percezione di integrità e affidabilità, tanto nei confronti del mercato quanto delle autorità di vigilanza. In un contesto in cui il fondo opera con ampi margini di discrezionalità, asset illiquidi, leva finanziaria e veicoli societari multilivello, la qualità della governance è ciò che legittima l'operatività agli occhi degli investitori. Qualora emergano legami anche indiretti, con soggetti coinvolti in attività mafiose, riciclaggio o corruzione, le conseguenze reputazionali possono essere devastanti: deflusso di capitali, riscatto anticipato delle quote da parte degli investitori, interruzione di rapporti con banche depositarie, blocco dell'accesso ai mercati secondari o alle fonti di funding.

Un caso concreto riguarda un fondo immobiliare chiuso italiano che, nel 2021, è stato coinvolto in un'indagine per riciclaggio di capitali provenienti da frodi fiscali tramite l'acquisto di immobili in zone ad alta rivalutazione. Sebbene il gestore non fosse formalmente indagato, l'effetto reputazionale fu immediato: alcuni enti previdenziali ritirarono le proprie sottoscrizioni e la società fu costretta a congelare nuovi round di raccolta per altri FIA⁷⁹. Questo esempio dimostra come la sola esposizione indiretta a capitali illeciti può minare l'operatività complessiva del gestore, anche in assenza di responsabilità penale diretta.

Il rischio reputazionale assume una dimensione ancora più ampia se si considera il

⁷⁹ Direzione Investigativa Antimafia. (2023). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023*. Ministero dell'Interno.

contesto normativo europeo, che, con la Direttiva AIFMD e le normative AML, assegna un ruolo centrale alla governance dei gestori di FIA. In particolare, l'art. 15 della AIFMD impone l'adozione di una struttura organizzativa solida, con linee di responsabilità chiare e controlli interni proporzionati ai rischi. Inoltre, il gestore è responsabile della verifica dei beneficiari effettivi, dell'origine dei fondi e della valutazione dei rischi connessi agli investitori (*client due diligence*), anche quando le attività sono delegate a soggetti terzi. La mancanza di presidi adeguati è essa stessa una fonte di rischio reputazionale, poiché segnala una vulnerabilità sistemica a possibili infiltrazioni o collusioni. Le implicazioni di governance nei FIA vanno ben oltre la mera struttura formale del consiglio di amministrazione o della funzione compliance.

Esse comprendono:

- l'effettiva indipendenza degli organi di controllo (es. comitati rischi e investimenti),
- la presenza di un *AML Compliance Officer* con reale autonomia,
- procedure strutturate per il monitoraggio dei flussi finanziari,
- la cultura interna dell'integrità e della trasparenza.

L'assenza di una governance robusta aumenta esponenzialmente il rischio di esposizione involontaria a capitali mafiosi o a operazioni ad alto rischio etico e legale. Non a caso, i principali investitori istituzionali come fondi pensione, assicurazioni, banche centrali, richiedono oggi nei loro processi di selezione, evidenze documentate di controlli ESG, politiche anticorruzione, sistemi AML e modelli organizzativi ispirati al D.lgs. 231/2001. In tal senso, la governance non è più una funzione "interna", ma una condizione abilitante per la raccolta.

In ambito italiano, le recenti modifiche al D.lgs. 231/2007 rafforzano ulteriormente l'obbligo di presidi specifici per la prevenzione del riciclaggio. Il gestore deve essere in grado di dimostrare l'effettività delle misure adottate: non è più sufficiente disporre di un manuale di compliance, ma occorre dare evidenza di formazione periodica, controllo documentato, e *risk-based approach* personalizzato per ogni linea di business. Inoltre, il collegamento tra governance debole e rischio reputazionale ha rilevanza anche per la responsabilità amministrativa dell'ente, qualora emergano situazioni di omessa vigilanza o di mancato adeguamento alle normative vigenti.

Un ulteriore elemento da considerare è la vulnerabilità degli organi sociali stessi alle infiltrazioni. La criminalità organizzata, come dimostrato da varie inchieste giudiziarie, è oggi in grado di insediarsi nei consigli di amministrazione di società finanziarie tramite prestanome, fiduciari o soggetti incensurati che fungono da interfaccia “pulita”. Un caso segnalato nella Relazione DIA (2023) mostra come un soggetto vicino alla 'ndrangheta fosse stato nominato amministratore delegato di una SGR veicolo, incaricata della gestione di un fondo di investimento in infrastrutture: la nomina non suscitò sospetti immediati, ma consentì all'organizzazione criminale di ottenere appalti e finanziamenti in modo sistematico. Questo dimostra che la selezione degli organi apicali deve basarsi su criteri di integrità verificabili, inclusa l'analisi di eventuali connessioni pregresse con soggetti sanzionati o ad alto rischio.

Anche le linee guida del GAFI raccomandano che i gestori adottino misure di screening per il personale chiave, procedure di escalation in caso di anomalie comportamentali e, soprattutto, una cultura organizzativa che premi la trasparenza e la responsabilità. In particolare, viene sottolineato che il rischio reputazionale è strettamente legato alla capacità dell'ente di identificare, prevenire e mitigare i rischi di coinvolgimento involontario in attività illecite⁸⁰. Questo implica che la governance debba essere dinamica, adattiva e dotata di strumenti di risposta rapida a eventi critici.

In conclusione, il rischio reputazionale e le implicazioni di governance nei FIA non costituiscono solo un problema di immagine, ma una vera e propria questione di sostenibilità strategica e operativa. Un fondo vulnerabile sul piano della governance è potenzialmente permeabile all'infiltrazione mafiosa e quindi inaffidabile sul mercato. Al contrario, un fondo che investe nella qualità della propria struttura di controllo, che adotta policy AML trasparenti e che rende pubbliche le proprie scelte di compliance, si pone come attore credibile e stabile, contribuendo non solo alla tutela degli investitori, ma anche alla legalità del sistema finanziario nel suo complesso.

⁸⁰ Financial Action Task Force. (2021). *Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds*. FATF/OECD.

3. Criminalità organizzata e FIA: modelli di infiltrazione e casi rilevanti

3.1. L'evoluzione dell'impresa mafiosa verso la finanza globale

Le mafie tradizionali italiane, Cosa Nostra, 'Ndrangheta, Camorra, sono nate come sistemi di potere territoriale, basati su violenza ed estorsione localizzata. Storicamente il modello mafioso si fondava sul controllo di un'area geografica e sul monopolio della protezione (il famoso "pizzo"), imponendo la propria autorità con la forza e assicurandosi connivenze politiche locali. Dagli anni '80 in poi, tuttavia, queste organizzazioni hanno intrapreso una rapida evoluzione imprenditoriale: hanno iniziato a diversificare i propri affari, investendo i proventi illeciti in attività economiche legali e ampliando il proprio raggio d'azione oltre i confini regionali e nazionali. Studiosi come Arlacchi e Nando dalla Chiesa hanno descritto la "mafia imprenditrice" emergente in quegli anni, capace di infiltrarsi nei mercati legali e di adottare strutture aziendali complesse⁸¹. In questa fase, l'organizzazione mafiosa cessa di essere soltanto un gruppo criminale locale e assume i tratti di una *holding* economica: non più il boss con la lupara, ma l'imprenditore in giacca e cravatta.

Come osserva la Direzione Investigativa Antimafia (DIA), oggi *"la mafia non è più l'uomo col fucile e il pizzino, è l'imprenditore col blazer, il consulente con la valigetta, il funzionario con una firma facile"*⁸². In altre parole, il metodo mafioso si è evoluto nelle strategie operative e nei settori di interesse al punto da generare *"nuove mafie totalmente diverse da quelle del passato"*⁸³, come afferma il criminologo Musacchio: esse sono ormai transnazionali, mercatiste, corruttive, tecnologiche e invisibili, operano nei mercati finanziari e utilizzano le criptovalute per riciclare e reinvestire i proventi criminosi. Tale metamorfosi riflette un salto di scala: la mafia da fenomeno locale si è trasformata in impresa criminale transnazionale, capace di muoversi nell'economia globalizzata.

⁸¹ Arlacchi, P. (1986). *Mafia business*. Laterza.

Dalla Chiesa, N. (2010). *Le mafie e i poteri*. Einaudi.

⁸² Direzione Investigativa Antimafia. (2024). *Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2024*. Ministero dell'Interno.

⁸³ Musacchio, M. (2023). *Mafia liquida. Criminalità e flussi globali*. Donzelli Editore.

Questa ricostruzione storico-teorica evidenzia un passaggio chiave: le organizzazioni mafiose hanno aggiunto al tradizionale controllo militare del territorio una dimensione economico-finanziaria sofisticata e proiettata oltre confine. Già negli anni '90 magistrati come Giovanni Falcone avevano intuito l'importanza di "seguire i soldi" (*follow the money*)⁸⁴ per colpire le mafie, segnalando come i clan stessero convertendo il potere di intimidazione in capitale da investire. Con l'avvento della globalizzazione e l'apertura dei mercati finanziari internazionali, questa tendenza si è consolidata.

L'economia legale e illegale evolve più velocemente del diritto: mentre lo Stato rafforzava gli strumenti di contrasto tradizionali, *"il capitalismo mafioso aveva già preso altre strade, investendo nei nuovi settori dell'economia dematerializzata e finanziarizzata"*⁸⁵. In pratica, le mafie hanno colto prima delle istituzioni le opportunità offerte dai mercati globali e dalle nuove tecnologie finanziarie. Si è così innescato quel percorso descritto nel titolo di questo paragrafo: l'impresa mafiosa tende sempre più verso la finanza globale.

Oggi i boss istruiscono i figli con lauree in economia e diritto, e si circondano di colletti bianchi (avvocati, commercialisti, broker finanziari) per gestire imperi economici illeciti. Come rilevato in una recente inchiesta giornalistica, *"da anni le inchieste puntano sulla finanza come vera autostrada dei soldi dei clan"*. Fiumi di denaro vengono ripuliti grazie alla complicità di consulenti finanziari, hacker e funzionari bancari corrotti, figure altamente specializzate che costituiscono la vera spina dorsale finanziaria dell'economia criminale contemporanea.

In sintesi, la mafia del XXI secolo si presenta con il volto di manager sofisticati, utilizza business plan, società di comodo e paradisi fiscali, tratta alla pari con attori economici globali. È una metamorfosi dall'uomo d'onore al *financial manager* criminale.

Parallelamente all'espansione geografica, le mafie hanno ampliato il proprio raggio d'azione settoriale, passando dai mercati illegali tradizionali (droga, armi, appalti

⁸⁴ Falcone, G., & Padovani, M. (1991). *Cose di Cosa Nostra*. Rizzoli.

⁸⁵ Scarpinato, R. (2011). Le metamorfosi delle mafie nell'epoca della globalizzazione. *Antimafia Duemila*. <https://www.antimafiaduemila.com>

truccati, scommesse, rifiuti) alla finanza internazionale. Oggi *“le mafie non si accontentano più di dominare un quartiere o un porto: vogliono dominare i flussi, quelli invisibili, digitali, senza odore né passaporto”* (DIA, Relazione 2024). Il potere criminale si costruisce sempre più sul denaro e sulla capacità di trasformarlo e reinvestirlo sotto mentite spoglie globali. Secondo la DIA, il riciclaggio è divenuto *“la strategia dominante delle mafie evolute”*, cioè di quelle organizzazioni che non hanno più bisogno di sparare perché sanno far fruttare il denaro sporco senza lasciare tracce. Si muovono attraverso paradisi fiscali, hub finanziari offshore e piattaforme digitali, sfruttando ogni canale utile per *ripulire* i proventi illeciti. In questa danza globale del denaro l'Italia resta spesso punto di partenza (luogo dove si genera il profitto criminale), ma sempre meno il punto di arrivo finale dei capitali riciclati: i fondi mafiosi prendono la strada di conti esteri, società *schermo* e investimenti oltremare. Europol (2024) conferma questa prospettiva: su 821 reti criminali importanti monitorate in Europa, l'86% è in grado di infiltrare l'economia legale per occultare le proprie attività e riciclare i profitti illeciti⁸⁶.

Le organizzazioni mafiose italiane, in primis la 'Ndrangheta calabrese, figurano ai vertici di questo fenomeno transnazionale, investendo i proventi di traffici illeciti in tutta Europa: immobili, supermercati, hotel e altre attività commerciali in vari Paesi fungono da destinatari finali dei capitali criminali. Del resto, la 'Ndrangheta è oggi ritenuta una delle mafie più potenti e ricche al mondo anche grazie ai collegamenti globali del narcotraffico; le sue propaggini operano in Nord America, Sud America, Nord Europa, Australia, ovunque vi siano affari da fare e denaro da riciclare.

Un meccanismo chiave di questa proiezione finanziaria globale è l'impiego di esperti e facilitatori finanziari internazionali. I vecchi “ragionieri” alla Don Calò sono stati sostituiti da consulenti con studi alla London School of Economics, da broker multilingue capaci di navigare tra conti bancari esteri, normative complesse e strumenti derivati. Si tratta di una schiera di colletti bianchi collusi: avvocati d'affari, fiduciari, notai, funzionari di banca, gestori di fondi che mettono il loro know-how a disposizione delle mafie in cambio di parcelle elevate. Il loro ruolo è emerso clamorosamente in

⁸⁶ Europol. (2021). *Serious and Organised Crime Threat Assessment (SOCTA)*.
<https://www.europol.europa.eu>

inchieste come i Panama Papers (2016) e i Paradise Papers (2017), che hanno svelato un sottobosco di società offshore, trust e conti schermati utilizzati anche da boss mafiosi e narcotrafficienti per nascondere patrimoni illeciti⁸⁷.

Ad esempio, un'indagine italiana ha documentato il caso di un *finanziere* vicino alla 'Ndrangheta, Roberto Recordare, definito dagli investigatori il “*Re Mida dei soldi sporchi*”: attraverso una rete di società in paradisi fiscali (ben 9 registrate a Malta) e conti bancari in mezza Europa e oltre (dalla Svizzera a Dubai, da Hong Kong a Tunisi), egli era in grado di spostare e ripulire masse enormi di capitali illeciti. In una conversazione intercettata, Recordare vantava di gestire fondi per “*cinquecento miliardi... trentasei solo in contanti*”, al punto da “*sconquassare l'equilibrio mondiale*”. Al di là dell'enfasi verbale, il dato certo è che ingenti ricchezze accumulate in Calabria (una delle regioni più povere d'Italia) trovavano base comoda a Malta, uno Stato UE noto per la fiscalità agevolata e l'opacità societaria che attrae capitali opachi da mezzo mondo⁸⁸.

Questo esempio eclatante dimostra come i clan abbiano acquisito capacità transnazionali: dispongono di “soggetti riservati” interni specializzati in finanza, capaci di aprire conti cifrati, usare carte di credito prepagate con plafond miliardari, sfruttare bond al portatore e altri strumenti finanziari complessi per movimentare valore fuori dai radar tradizionali. Le indagini evidenziano persino tentativi di utilizzare garanzie bancarie internazionali e operazioni “*server to server*” per spostare fondi in modo istantaneo e sganciato dai controlli ordinari. In sintesi, l'impresa mafiosa globalizzata agisce come un investitore ombra: abile nel combinare risorse illecite, prestanome, società di comodo e artifici finanziari su scala planetaria.

Questa evoluzione verso la finanza ha portato le mafie a guardare con interesse crescente a strumenti finanziari complessi e a investimenti opachi, spesso lontani dalle tradizionali attività criminali ma utilissimi per riciclare denaro e moltiplicare i profitti illeciti. Uno dei settori emblematici è quello dei FIA. Non a caso, le autorità istituzionali hanno lanciato più allarmi sul rischio di utilizzo di veicoli d'investimento

⁸⁷ ICIJ. (2016). *Panama Papers Database*. <https://offshoreleaks.icij.org>

ICIJ. (2017). *Paradise Papers*. <https://www.icij.org/investigations/paradise-papers/>

⁸⁸ Bonini, C., & Tizian, G. (2023). *Banca 'Ndrangheta*. La Repubblica/Domani.

sofisticati⁸⁹ per scopi di riciclaggio: il Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI-FATF) ha evidenziato in diversi rapporti la necessità di mitigare i rischi legati a trust, fondi e società schermo nelle giurisdizioni off-shore; Bankitalia/UIF in un suo studio recente nota che le imprese mafiose più grandi e consolidate tendono a risultare “perfettamente mimetizzate” nel tessuto economico, restando formalmente separate dalle attività criminali e usate soprattutto per incrementare le connessioni con l’economia legale⁹⁰.

In altre parole, i clan impiegano società lecite di facciata, con bilanci in ordine e manager insospettabili, come testa di ponte verso mercati e investimenti altrimenti preclusi. Tali aziende fungono da *filtri*: incanalano capitali di origine illecita in operazioni finanziarie pulite (acquisto di titoli, partecipazioni in fondi, joint venture internazionali), celando l’identità dei beneficiari effettivi dietro schermi societari e prestanome.

Numerosi casi giudiziari comprovano l’interesse mafioso per strumenti finanziari e investimento complessi. In Italia, le operazioni antimafia recenti hanno svelato infiltrazioni in settori all’apparenza insospettabili: ad esempio, un’inchiesta siciliana sui parchi eolici e fotovoltaici ha portato al sequestro di 1,5 miliardi di euro a un imprenditore ritenuto vicino a Cosa Nostra, il quale agiva da collegamento tra le cosche mafiose e lobby finanziarie internazionali, gestendo non solo capitali leciti ma anche investimenti della mafia italiana, di gruppi Yakuza giapponesi e della mafia russa nel settore energetico. Questo caso mette in luce come i clan italiani fungano da bridge criminale globale, interconnessi con altre organizzazioni nei grandi affari transnazionali (energia, logistica, finanza verde), utilizzando società consortili, cordate di impresa e fondi esteri per mascherare la propria presenza.

Sul versante internazionale, Europol documenta modalità simili: ad esempio, un’organizzazione italo-sudamericana individuata in Spagna vede un boss di ’Ndrangheta travestito da imprenditore ortofrutticolo che ricicla i proventi del narcotraffico tramite un’azienda di import-export di banane (affare dietro cui in realtà

⁸⁹ FATF. (2021). *Risk-Based Approach for the Securities Sector*. OECD Publishing.

⁹⁰ UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). *Quaderni Antiriciclaggio n. 24 – Le mafie e le imprese*. Banca d’Italia.

vi è cocaina occultata nei container) e reinveste gli utili in centri commerciali, palestre e ristoranti sulla Costa del Sol⁹¹. Si tratta di schemi sempre più ibridi, dove economia legale e illegale si intrecciano: l'azienda di copertura svolge attività commerciali reali, ma parallelamente facilita il traffico illecito e il riciclaggio.

Un'altra frontiera emergente è il riciclaggio attraverso le criptovalute e la finanza digitale. Come evidenziato dalla DIA (2024), le mafie italiane hanno cominciato a sfruttare l'onda delle criptovalute non tanto per speculazione, quanto per far “sparire” i capitali nei flussi digitali. Exchange online privi di rigorose norme KYC, *mixers* anonimi, valute virtuali altamente riservate come Monero o Zcash, e perfino NFT, vengono impiegati per scollegare il denaro sporco dalla sua origine e farlo riemergere pulito altrove. Nel solo 2024, in Sicilia sono stati individuati almeno 7 casi di transazioni crypto sospette verso wallet esteri riconducibili a soggetti di Cosa Nostra. Questi episodi sollevano complesse questioni giuridiche (come attribuire la titolarità di un portafoglio virtuale a un'organizzazione mafiosa? come sequestrare un bene immateriale senza banca né confini?) e mostrano l'urgenza di aggiornare gli strumenti normativi di contrasto.

Dal quadro tracciato emerge una duplice dimensione critica: da un lato, la capacità delle mafie di innovare e diversificare i propri investimenti (passando dalle bische ai Bitcoin, dai cantieri edili ai fondi di private equity); dall'altro, la persistente vulnerabilità del sistema economico-finanziario di fronte a tali infiltrazioni.

I dati più recenti offrono indicazioni preoccupanti. L'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) di Bankitalia ha segnalato nel primo semestre 2024 oltre 149.000 operazioni finanziarie sospette, di cui più del 12% collegate a fenomeni di criminalità organizzata⁹². Ma su base annuale la tendenza è ancora più marcata: secondo un'elaborazione Unimpresa su dati UIF, le segnalazioni di operazioni sospette legate alle mafie in Italia sono esplose da 22.654 nel 2021 a 53.046 nel 2023, passando dal 16% al 35% del totale nazionale. In termini di crescita, si è registrato un balzo

⁹¹ Europol. (2021). *Serious and Organised Crime Threat Assessment (SOCTA)*. L'Aia: Europol.
 <https://www.europol.europa.eu/publications-documents/serious-and-organised-crime-threat-assessment-socta-2021>

⁹² UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). *Relazione semestrale*. Banca d'Italia.

dell’+85% tra 2022 e 2023 nelle operazioni sospette ascrivibili a riciclaggio mafioso; un chiaro indicatore dell’espansione silenziosa della finanza criminale⁹³.

Le piazze finanziarie più coinvolte sono, non a caso, i maggiori centri economici: Roma risulta la provincia con più operazioni “mafiose” segnalate (oltre 5.400 nel 2023, circa il 10% del totale nazionale), seguita da Milano e Napoli (ognuna attorno al 9-10%). Ciò conferma che la finanza mafiosa cerca sbocchi dove maggiore è la liquidità e l’opportunità di mimetizzarsi tra i grandi flussi finanziari. Al contempo, emergono *hub* insospettabili: province del Nord produttivo come Brescia, Bergamo, Torino mostrano percentuali elevatissime di movimenti finanziari sospetti riconducibili a clan (in molti casi oltre il 30-40% del totale locale), segno di una presenza pervasiva anche lontano dai tradizionali feudi meridionali.

Questi dati, uniti alle evidenze qualitative delle indagini, delineano uno scenario in cui l’impresa mafiosa 2.0 opera a cavallo tra legale e illegale, sfruttando ogni falla normativa e ogni area grigia. C’è una “zona di opacità” ampissima come la definisce l’ex procuratore Scarpinato, generata dall’intreccio tra discrezionalità amministrativa, segreto bancario e complessità dei mercati globali, che offre ai clan copertura ideale per una crescita vertiginosa dell’illegalità finanziaria.

L’evoluzione qui esaminata ha dirette implicazioni sui temi di questa tesi, in particolare per quanto concerne la vulnerabilità dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) alle infiltrazioni mafiose. Come già approfondito nel paragrafo 2.2, uno dei rischi principali risiede nell’uso spregiudicato di società veicolo (SPV), interposte nelle strutture dei fondi per acquisire partecipazioni o erogare finanziamenti, celando la reale titolarità dietro schermi societari. Tali SPV, spesso domiciliate in giurisdizioni estere, possono essere finanziate con capitali di origine illecita e agire come *teste di ponte* per l’ingresso del denaro mafioso nei FIA.

Inoltre, l’elevato ricorso alla leva finanziaria tipico di certi fondi (ad esempio hedge fund altamente indebitati o fondi immobiliari che acquisiscono proprietà con mutui

⁹³ Unimpresa. (2024). *Rapporto su operazioni sospette e riciclaggio in Italia*. Milano: Centro Studi Unimpresa.

significativi) può offrire alle mafie un ulteriore vantaggio: consente infatti di mescolare somme lecite e illecite, facendo apparire i fondi criminali come provvista finanziaria legittima (ad esempio, il clan potrebbe immettere 10 tramite un prestanome, che il fondo poi *leva* a 100 con capitale di terzi, restituendo l'investimento mafioso sotto forma di rendimenti regolari). L'opacità informativa di molti FIA, specie quelli chiusi e riservati, con scarsa trasparenza verso l'esterno, complica l'identificazione tempestiva di tali schemi: gli organi di vigilanza potrebbero non rilevare immediatamente la presenza di un socio occulto criminale, né avere piena visibilità su complesse operazioni di securitization o di trading intra-gruppo utilizzate per spostare denaro.

Nel Capitolo 4 di questa tesi, dedicato al caso simulato "*Fondo Atlantide*", si vedrà concretamente come un FIA potrebbe essere utilizzato da un'organizzazione mafiosa per riciclare capitali e ottenere un duplice vantaggio: da un lato la remunerazione dell'investimento illecito (godendo dei rendimenti del fondo come qualsiasi investitore qualificato), dall'altro la "ripulitura" del denaro mediante complessi giri contabili. Nel caso Atlantide si ipotizza, ad esempio, la creazione di una società veicolo estera che sottoscrive quote del fondo utilizzando fondi neri del clan, sfruttando documentazione falsificata e la complicità di un fund manager corrotto; il fondo impiega poi quelle risorse in un progetto immobiliare ad alta leva, i cui flussi di cassa, opportunamente modulati, ritornano al clan sotto forma di dividendi "puliti" o di plusvalenze da dismissione. Questo esercizio simulato, pur di fantasia, si basa sui meccanismi reali emersi dalle analisi qui condotte: meccanismi fatti di connivenze interne, vuoti di controllo normativo e strumenti finanziari opachi. L'impresa mafiosa proiettata nella finanza globale rappresenta dunque la sfida contemporanea per legislatori e regulator: un fenomeno camaleontico, capace di nascondersi dietro le logiche di mercato e di sfruttare l'innovazione finanziaria a proprio vantaggio.

3.2. Obiettivi delle mafie: riciclaggio, influenza e controllo di mercato

Nel precedente paragrafo 3.1 abbiamo citato i principali metodi di infiltrazione dei gruppi criminali nei fondi di investimento alternativi, evidenziando le modalità “silenti” con cui le mafie si inseriscono nei circuiti finanziari sfruttando prestanome e complicità professionali. Alla luce di ciò, il presente paragrafo approfondisce le finalità strategiche di tali infiltrazioni: riciclaggio di capitali illeciti, influenza economico-politica e controllo di mercato, collegandosi a quanto già trattato (cfr. supra, par. 2.5, sulle vulnerabilità strutturali dei FIA) e integrando esempi concreti tratti da operazioni giudiziarie e relazioni ufficiali. I Fondi di Investimento Alternativi (FIA) presentano infatti caratteristiche (riservatezza degli investitori, operatività transnazionale, assetti societari complessi) che li rendono estremamente attraenti per la criminalità organizzata ai fini dei propri obiettivi illeciti. Le mafie vi individuano un canale ideale per ripulire ingenti somme di denaro, posizionarsi strategicamente in settori chiave dell’economia e esercitare in modo occulto un potere economico e politico, condizionando la concorrenza e le scelte di mercato. Di seguito si esaminano tali obiettivi nel dettaglio, con riferimenti puntuali a casi documentati e ai settori maggiormente coinvolti (immobiliare, energia, appalti pubblici, sanità, logistica, turismo, ecc.), in linea con l’impostazione tecnica ma accessibile dei paragrafi precedenti.

Il riciclaggio costituisce da sempre il primo obiettivo delle infiltrazioni mafiose nei circuiti economico-finanziari. Come evidenziato dalla DIA, “l’infiltrazione mafiosa nell’economia ha un *duplice scopo*: le attività di riciclaggio e l’incremento dei profitti derivanti dai canali legali dei mercati” (Relazione DIA, II semestre 2023)⁹⁴. In altre parole, le organizzazioni criminali mirano innanzitutto a “ripulire” i proventi illeciti, immettendo il denaro di provenienza criminale in investimenti finanziari leciti, così da dissimularne l’origine e poterlo reimpiegare senza destare sospetti. I FIA offrono in tal senso un’opportunità formidabile: tramite complessi veicoli societari e giochi contabili, i clan possono far affluire i propri capitali in un fondo ed estrarne *in uscita* denaro apparentemente pulito, ad esempio sotto forma di dividendi, cedole o plusvalenze di

⁹⁴ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). Relazione semestrale: Secondo semestre 2023. Roma: Ministero dell’Interno.

disinvestimento⁹⁵. Un simile intreccio criminal-finanziario consente di sfruttare le peculiarità dei FIA (strutture chiuse, scarsa trasparenza esterna, alto leverage finanziario) per mescolare somme lecite e illecite, facendo apparire i fondi criminali come normale provvista finanziaria del fondo. Le relazioni dell'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) confermano l'elevato rischio di riciclaggio tramite strumenti finanziari opachi: le *segnalazioni di operazioni sospette* (SOS) provenienti dal settore degli *investment vehicles* sono in costante aumento, e nel solo II semestre 2023 la DIA ha analizzato 74.980 SOS (−6,6% su base annua, ma +24% rispetto al 2020), molte delle quali inerenti transazioni tramite fondi e società veicolo⁹⁶. Spesso dietro tali segnalazioni emergono sovrastrutture societarie artificiose, create ad hoc per riciclare denaro: fiduciarie, trust, fondazioni fittizie o fondi off-shore che schermano il nome dei reali investitori. Un caso emblematico è stato riportato nell'*inchiesta "Glicine-Acheronte"* sulla 'ndrangheta crotonese (2022), dove è stato scoperto un sofisticato sistema per far transitare capitali illeciti tra la Germania e Dubai tramite una banca d'affari compiacente e *special purpose vehicles* estere. Analogamente, la Direzione Nazionale Antimafia ha segnalato operazioni in derivati finanziari e perfino emissioni obbligazionarie ("*mafia bonds*") utilizzate per iniettare nel mercato grandi somme di origine delittuosa⁹⁷. Tutti questi elementi attestano come il riciclaggio sia una finalità primaria: attraverso i FIA, le mafie trasformano i proventi criminali in ricchezza "pulita", pronta per essere reinvestita in ulteriori attività, illecite o lecite, alimentando un circolo vizioso di accumulazione. Significativamente, i clan tendono a reimpiegare i capitali riciclati in settori ad alto valore aggiunto, così da massimizzare i guadagni nella successiva fase di investimento.

Uno studio Eurispes quantifica il *giro d'affari* complessivo delle mafie italiane in circa 220 miliardi di euro l'anno (pari all'11% del PIL) e sottolinea come la criminalità organizzata abbia ormai assunto "lo status di una *grande holding finanziaria*", capace di operare in quasi tutti i settori economici e di diversificare il portafoglio investimenti secondo logiche tipicamente imprenditoriali⁹⁸. In particolare, vengono privilegiati i

⁹⁵ FATF – Financial Action Task Force. (2016). Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures – Italy: Mutual Evaluation Report. Paris: FATF/OECD.

⁹⁶ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). Relazione semestrale: Secondo semestre 2023. Roma: Ministero dell'Interno

⁹⁷ UIF – Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (Banca d'Italia). (2022). Rapporto annuale 2021. Roma: Banca d'Italia.

⁹⁸ Eurispes. (2020). *Rapporto Italia 2020*. Roma: Eurispes.

comparti dove è possibile ottimizzare il rendimento del denaro ripulito, come il mercato immobiliare, il commercio, i trasporti e logistica, le costruzioni edili, nonché la sanità e l'assistenza sociale. I fondi immobiliari chiusi, ad esempio, si prestano bene all'acquisto (e rivendita) di proprietà con capitali di provenienza oscura, così come i fondi infrastrutturali possono canalizzare investimenti mafiosi in grandi opere o concessioni pubbliche (strade, porti, energie rinnovabili) sotto copertura legale. Cosa Nostra si è tradizionalmente distinta nell'impiego di proventi illeciti nel mattone: molte indagini recenti confermano che il riciclaggio attraverso operazioni immobiliari rimane il *core business* dei clan siciliani, con ingenti somme reinvestite nell'acquisto di terreni ed edifici (ad es. nell'area di Venezia, dove i proventi mafiosi affluiscono in società immobiliari locali).

Allo stesso modo, le cosche calabresi e campane reinvestono sempre più spesso in strutture turistiche (hotel, ristoranti, stabilimenti), approfittando di aziende in crisi per rilevarle a prezzi stracciati e convertirle in veicoli di riciclaggio (dati Demoskopika: ~7.000 imprese turistiche italiane a rischio infiltrazione mafiosa, *giro d'affari* stimato 3,3 mld €/anno). Numerosi sequestri di alberghi e resort in Trentino, Veneto, Puglia e Sicilia (circa 67 strutture confiscate nel settore turistico negli ultimi anni) testimoniano la portata nazionale del fenomeno⁹⁹.

In sintesi, il riciclaggio tramite FIA consente alle mafie non solo di legalizzare enormi capitali, ma anche di rilanciarli in attività redditizie e apparentemente lecite, gettando le basi per gli ulteriori due obiettivi: l'influenza occulta e il controllo dei mercati.

Il secondo grande obiettivo perseguito dalle mafie attraverso l'infiltrazione finanziaria è l'influenza, da esercitare in forma indiretta e spesso invisibile, sulle dinamiche economiche e politico-amministrative. Accumulando partecipazioni in fondi e società strategiche, i clan possono orientare scelte di investimento, condizionare settori produttivi e allacciare rapporti con ambienti istituzionali ed economici di alto livello. Come evidenziato nella Relazione DIA, le mafie imprenditrici di oggi hanno spostato

⁹⁹ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024b). Relazione semestrale: Primo semestre 2023. Roma: Ministero dell'Interno.

il baricentro dall'intimidazione violenta alla corruzione sistemica e all'inquinamento dell'economia legale: si assiste a “un'evoluzione della strategia mafiosa verso contesti economico-imprenditoriali, specie nei territori con tessuto produttivo sviluppato, avvalendosi sempre più di professionisti finanziari e tributari compiacenti”¹⁰⁰.

In tale scenario, la penetrazione silenziosa nell'economia formale diviene per le mafie uno strumento per “influenzare il mercato e la Pubblica Amministrazione”, soprattutto in fasi storiche in cui ingenti investimenti pubblici (si pensi ai fondi del PNRR) offrono nuove opportunità di profitto. Le organizzazioni criminali mirano cioè a entrare nei circuiti decisionali, deviandoli a proprio favore: aggiudicazione di appalti, erogazione di finanziamenti, pianificazione di opere strategiche. Non è un caso che come riportano le relazioni DIA più recenti, i clan abbiano posto “nel mirino, ad esempio, i fondi del PNRR e quelli legati agli appalti pubblici”¹⁰¹, consapevoli che controllare l'allocazione di risorse pubbliche significa poter orientare interi mercati locali e acquisire credito (e debito di gratitudine) presso referenti politici e imprenditoriali.

L'influenza economico-politica si esplica dunque su due livelli: economico, tramite il controllo occulto di imprese “pulite” che operano nei settori chiave, e politico-amministrativo, tramite la corruzione o collusione di funzionari pubblici, amministratori locali e talvolta rappresentanti eletti, così da piegare le regole a vantaggio delle imprese mafiose. Numerose operazioni giudiziarie hanno svelato reti corruttive tese a garantire alle mafie una *corsia preferenziale* nell'economia: emblematico il caso di “Mafia Capitale” a Roma, dove un sistema di cooperative e imprese colluse, guidato da un'organizzazione criminale locale, è riuscito per anni a condizionare gli appalti pubblici (dai rifiuti ai centri di accoglienza) grazie a tangenti e accordi spartitori con politici e dirigenti compiacenti¹⁰². Pur non essendo stata riconosciuta formalmente come associazione di tipo mafioso dalla Suprema Corte (sent. Cass. n. 18125/2020), la vicenda di Mafia Capitale ha mostrato come una cosca possa esercitare un'influenza pervasiva sulla pubblica amministrazione attraverso la

¹⁰⁰ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). Relazione semestrale: Secondo semestre 2023. Roma: Ministero dell'Interno.

¹⁰¹ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024b). Relazione semestrale: Primo semestre 2023. Roma: Ministero dell'Interno

¹⁰² Cassazione, Sez. VI pen. (2020). Sentenza “Mondo di Mezzo” (Mafia Capitale). Roma: Corte Suprema di Cassazione.

corruzione sistematica, ottenendo la gestione quasi monopolistica di servizi pubblici essenziali.

Analoghe dinamiche sono emerse in molte altre inchieste: ad esempio l'Operazione "Aemilia" (2015) ha rivelato l'estensione della 'ndrangheta in Emilia-Romagna, dove imprenditori affiliati influenzavano l'assegnazione di lavori edili e post-sisma mediante accordi occulti con amministratori locali¹⁰³, oppure l'Operazione "Sistema" in Sicilia, che ha portato alla luce le commistioni tra Cosa Nostra trapanese e funzionari dell'ANAS per pilotare appalti stradali in cambio di mazzette. Attraverso tali collusioni, le mafie ottengono informazioni privilegiate, trattamenti di favore e coperture istituzionali, traducendo il potere economico in influenza politica sotterranea.

Va rimarcato che questa influenza non si limita al settore pubblico: i clan cercano anche di condizionare il mercato privato, imponendo ad esempio propri referenti nella governance di aziende quotate o stringendo alleanze con colletti bianchi dell'alta finanza. Un esempio concreto è la prassi, documentata in indagini al Nord, di introdurre prestanome mafiosi nei consigli di amministrazione di aziende in difficoltà finanziaria, tramite l'acquisizione di quote da parte di fondi opachi: in questo modo l'azienda ottiene liquidità e il clan ottiene un controllo decisionale occulto, influenzando sulle strategie aziendali (scelte di fornitori, assunzioni, politiche dei prezzi) per i propri scopi. Si pensi al settore della sanità privata e convenzionata: alcune operazioni antimafia hanno rivelato che esponenti della 'ndrangheta erano riusciti a infiltrarsi nella gestione di cliniche e RSA in Lombardia e Piemonte, grazie a complesse operazioni societarie orchestrate da consulenti compiacenti, al fine di intercettare i flussi di rimborsi pubblici e influenzare le gare per forniture sanitarie.

Questi episodi mostrano come l'obiettivo dell'influenza spinga le mafie a penetrare i centri decisionali, pubblici e privati, dietro grandi opere e investimenti strategici, al fine di orientarne lo sviluppo a proprio beneficio. L'arma principale di tale influenza è la corruzione: laddove non arriva l'intimidazione diretta, arrivano mazzette, favori e cooptazione nelle società. Si è ormai passati dal *dominio militare del territorio* al

¹⁰³ Corte d'Appello di Bologna. (2018). Operazione "Aemilia": Sentenza (n. e data, se disponibili). Bologna: Ufficio della Corte d'Appello.

condizionamento pervasivo del mercato: “meno violenza e più corruzione” sintetizza efficacemente il *modus operandi* attuale¹⁰⁴. In definitiva, l’infiltrazione finanziaria consente alle mafie di esercitare un’influenza occulta ma concreta sull’economia e sulle istituzioni, preparatoria all’ultimo stadio: quello del controllo monopolistico o oligopolistico di interi segmenti di mercato.

Il fine ultimo e più ambizioso delle strategie mafiose è il controllo del mercato in cui operano, vale a dire la capacità di dominare un settore economico riducendo o eliminando la concorrenza e determinando a proprio vantaggio prezzi, condizioni e scelte produttive. Attraverso i capitali riciclati e l’influenza occulta acquisita, le organizzazioni criminali puntano a diventare *price-maker* in alcuni mercati, trasformandoli di fatto in “mercati captivi” soggetti al potere mafioso. Come rilevato dagli analisti, l’“impresa mafiosa” tende a comportarsi come un attore economico monopolistico: insegue la massimizzazione dei profitti e la stabilizzazione a lungo termine del proprio dominio, anche a costo di strangolare la libera concorrenza e distorcere le regole di mercato (Transcrime, *Mafie e economia legale*, 2020). La Relazione DIA conferma che l’odierna infiltrazione silente mira proprio al “*controllo dei settori economici più redditizi al fine di facilitare il riciclaggio... e, al contempo, aumentare... i profitti derivanti dai canali legali*”¹⁰⁵.

Dunque, riciclaggio, influenza e controllo si alimentano a vicenda in un circolo vizioso: il denaro sporco finanzia l’occupazione di interi settori, questo garantisce più profitti leciti, che a loro volta forniscono nuove risorse da riciclare ed investire. I settori maggiormente “colonizzati” dalle mafie coincidono spesso con quelli a bassa trasparenza, alto flusso di contante o forte dipendenza da concessioni pubbliche, dove è più facile escludere concorrenti onesti tramite la forza dell’intimidazione o la leva della corruzione. Ad esempio, il comparto dei rifiuti e dell’ambiente è da anni controllato in varie regioni da consorterie mafiose che ne hanno fatto un feudo: nel ciclo dei rifiuti la camorra e la ’ndrangheta hanno imposto proprie aziende in discariche, smaltimento e bonifiche, scoraggiando qualunque impresa estranea con

¹⁰⁴ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). Relazione semestrale: Secondo semestre 2023. Roma: Ministero dell’Interno.

¹⁰⁵ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024b). Relazione semestrale: Primo semestre 2023. Roma: Ministero dell’Interno.

minacce e sabotaggi (*cfr.* “Terra dei Fuochi” in Campania, dove ditte legate al clan dei Casalesi hanno gestito per decenni appalti di smaltimento rifiuti tossici, o il monopolio ’ndranghetista scoperto a Roma nell’Operazione “Mondo di Mezzo” per la raccolta differenziata AMA). Interdittive antimafia e inchieste confermano il trend: nella sola Campania, il settore edile è risultato il più esposto (37% delle interdittive), seguito da ristorazione (11%), immobiliare (7%), sanitario (6%) e rifiuti (5%)¹⁰⁶. Questi dati indicano che in quegli ambiti le infiltrazioni erano talmente radicate da rendere necessario l’intervento dei Prefetti per estromettere le imprese colluse dal mercato, a tutela della concorrenza. Dove le mafie raggiungono un controllo quasi monopolistico, i segnali sono inequivocabili: assenza di denunce da parte di imprenditori (perché tutti assoggettati), prezzi anomali (gonfiati a danno di enti pubblici o consumatori finali) e qualità scadente dei servizi (effetto dell’assenza di alternative concorrenziali).

Così “la mafia assume l’identità di un centro autonomo di potere”¹⁰⁷ che, intervenendo tra produzione e vendita, non solo estorce denaro agli operatori, ma condiziona l’intera filiera a proprio vantaggio. Fenomeni simili si osservano nel settore dei trasporti e della logistica: controllando cooperative di autotrasporto, depositi o aziende di spedizione, le mafie possono monopolizzare i servizi di movimentazione merci in certe aree.

In prospettiva, dunque, il controllo di mercato perseguito dalle mafie conduce alla “mafiosizzazione” di interi settori economici: gli operatori onesti ne vengono espulsi o marginalizzati, gli investitori esterni evitano quei mercati (per timore di infiltrazioni e scarsa redditività), mentre i consumatori e la collettività ne pagano il prezzo in termini di minore qualità e maggior costo di beni e servizi.

Sul piano giuridico, tale controllo altera profondamente i principi di libertà di impresa e libera concorrenza garantiti dall’ordinamento, configurando quelle che la dottrina chiama “*economie criminali parallele*”. La Commissione Parlamentare Antimafia ha più volte evidenziato come l’obiettivo ultimo delle mafie mercatiste sia creare una sorta di *economia parallela* integrata con quella legale ma governata da regole proprie, in cui il clan funge da regista occulto delle attività produttive (Relazione Commissione

¹⁰⁶ DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). Relazione semestrale: Secondo semestre 2023. Roma: Ministero dell’Interno.

¹⁰⁷ Eurispes. (2020). Rapporto Italia 2020. Roma: Eurispes.

Antimafia, relazione finale XVII Legislatura). In tale contesto, i FIA, se catturati dai capitali mafiosi possono diventare leve formidabili per scalzare i normali meccanismi di mercato: un fondo di investimento controllato da interessi mafiosi potrebbe, ad esempio, acquisire partecipazioni in tutte le aziende leader di un certo comparto (immobiliare, sanitario, logistico) e coordinarle in modo da fissare prezzi comuni o spartirsi le aree geografiche, realizzando di fatto un cartello oligopolistico protetto dall'ombrello finanziario.

L'analisi condotta in questa tesi evidenzia proprio come il "*Fondo Atlantide*" simulato avrebbe potuto fungere da piattaforma di controllo settoriale: canalizzando gli investimenti mafiosi in società immobiliari ed energetiche strategiche, esso avrebbe permesso al clan di orientare lo sviluppo di un intero distretto (immobiliare-energia) e di condizionarne le dinamiche concorrenziali dall'interno. Si comprende dunque perché le mafie puntino ai FIA: non solo per riciclare denaro, ma per diventare esse stesse attori di mercato, infiltrandosi nei gangli vitali dell'economia nazionale e internazionale.

In conclusione, contrastare efficacemente queste strategie criminali richiede di impedire alle mafie l'accesso ai fondi di investimento e agli strumenti finanziari opachi, rafforzando i presidi di trasparenza e controllo (come auspicato da DIA, UIF, GAFI ed Europol nelle rispettive relazioni) e promuovendo una cultura della legalità anche nel settore finanziario avanzato. Solo così sarà possibile tutelare l'integrità dei mercati, FIA inclusi, dall'abbraccio invisibile ma letale delle mafie, garantendo che i capitali privati e pubblici siano impiegati per fini di sviluppo sano e non per alimentare holding occulte della criminalità organizzata.

3.3.Strategie di infiltrazione: LP occulti, advisory e intermediazione

Le organizzazioni mafiose moderne adottano strategie sempre più sofisticate per infiltrarsi nei Fondi di Investimento Alternativi (FIA), sfruttandone l'opacità e la flessibilità normativa. In particolare, si riscontrano tre modalità principali: l'impiego di investitori occulti (LP occulti), ovvero soggetti o società schermo che apportano capitali illeciti nel fondo celando la reale identità mafiosa; l'infiltrazione tramite consulenze e advisory, inserendo membri collusi o condizionando professionisti chiave nell'assetto gestionale del fondo; (3) l'uso di complesse catene di intermediazione finanziaria, con veicoli societari offshore, trust o fiduciari, per riciclare denaro ed esercitare influenza indiretta sulle operazioni del fondo.

Una delle strategie più insidiose consiste nell'ingresso di capitali mafiosi nei FIA attraverso prestanome o società di comodo, che fungono da investitori limitati "occulti". In questo schema, i clan iniettano fondi neri nel patrimonio del fondo presentandoli come legittimi conferimenti di terzi. Tali soggetti si avvalgono spesso di strutture estere e giurisdizioni opache (paradisi fiscali, società offshore) per schermare la propria identità. Ciò permette alle mafie di riciclare ingenti somme ottenute illecitamente, ottenendo in cambio quote del fondo e dividendi "puliti". Ad esempio, un clan potrebbe finanziare un'entità di diritto estero che sottoscrive le quote di un fondo immobiliare; i proventi criminali entrano così nel circuito legale e ritornano al clan sotto forma di utili o plusvalenze dell'investimento. Studi sul campo evidenziano che la presenza di soci occulti mafiosi in imprese o fondi formalmente leciti rappresenta un grave rischio per la libera concorrenza e l'integrità dei mercati¹⁰⁸. I casi concreti confermano la portata del fenomeno: investitori legati alla criminalità organizzata sono effettivamente entrati come sottoscrittori di fondi, spesso scoperti dalle autorità solo a posteriori. Il vicecapo della Polizia Vittorio Rizzi ha rivelato che si hanno "notizie certe" di criminali che hanno investito in fondi di investimento, operazioni che, al momento della scoperta, risultano formalmente legali e quindi di difficile repressione¹⁰⁹.

¹⁰⁸ Caramazza, M. (2019). *Il socio occulto*. Milano: EGEA

¹⁰⁹ Giambartolomei, A. (2021, 15 gennaio). Il vicecapo della Polizia: "Attenti a quei fondi". *lavialibera*.

(Articolo/intervista al prefetto Vittorio Rizzi sui rischi di infiltrazione mafiosa nei fondi e nei mercati finanziari.)

In altri termini, quando un capitale mafioso mascherato da investimento qualificato viene accettato da un FIA, l'operazione d'ingresso non viola di per sé la legge finanziaria, rendendo arduo per gli inquirenti bloccarla in tempo. Questo consente alle mafie di radicarsi nei FIA senza clamore, beneficiando sia della ripulitura del denaro (che transita nel fondo e ne esce con parvenza lecita), sia dei rendimenti finanziari ottenuti come qualsiasi altro investitore. Significativamente, le mafie mostrano oggi una propensione imprenditoriale elevata: dispongono esse stesse di fondi di investimento o di ingenti capitali per acquisire attività finanziarie, basti pensare all'interesse manifestato per l'acquisto di portafogli di crediti deteriorati (NPL) e di grandi asset industriali, in un'ottica di espansione nell'economia legale¹¹⁰.

Un secondo canale di infiltrazione avviene attraverso il coinvolgimento diretto o indiretto della mafia nei ruoli di consulenza, advisory o gestione del fondo. In pratica, le organizzazioni criminali sfruttano la cosiddetta area grigia dei colletti bianchi: si assicurano la complicità di professionisti finanziari, legali e consulenti disposti a operare nell'ombra per conto dei clan. Questi professionisti collusi, siano essi manager del fondo corrotti, consulenti esterni compiacenti, notai, commercialisti o avvocati d'affari; costituiscono una risorsa cruciale per le mafie contemporanee. Attraverso di loro, l'organizzazione può influenzare le scelte di investimento del FIA, orientandole verso operazioni vantaggiose per il clan (ad esempio finanziando imprese riconducibili ai mafiosi stessi, o acquisendo beni immobili a prezzi gonfiati da soggetti compiacenti).

In altri casi, il controllo advisory si esplica con la creazione di società di gestione o di consulenza ad hoc: i clan, con prestanome qualificati, costituiscono piccole società finanziarie o advisory firm cui viene affidata la gestione (o la segnalazione di investimenti) di uno o più FIA. In tal modo la mafia può inserirsi stabilmente nella governance del fondo senza figurare ufficialmente, traendo vantaggi sia economici sia strategici. Emblematico è il ricorso a consulenze fittizie e società fiduciarie: la criminalità può far fatturare al fondo servizi di advisory mai realmente prestati, per drenare liquidità a favore di entità legate ai clan, oppure utilizzare società fiduciarie per mantenere segreta la propria quota di partecipazione. Le relazioni ufficiali sottolineano

¹¹⁰ Direzione Investigativa Antimafia. (2024). *Relazione sull'attività svolta e sui risultati conseguiti (Anno 2023)*. Ministero dell'Interno, Direzione Investigativa Antimafia.

come le mafie riescano a infiltrare il sistema economico-finanziario anche grazie a imprenditori collusi, funzionali al riciclaggio dei flussi di denaro illecito e al mantenimento dell'opacità sulle operazioni. Proprio Rizzi ha evidenziato che queste operazioni complesse “richiedono l'aiuto di professionisti”: i clan si rivolgono persino a grandi studi internazionali di consulenza finanziaria, chiedendo consiglio su quale Paese o struttura giuridica sia più favorevole per operare¹¹¹. Sfruttano dunque i disallineamenti normativi tra diverse giurisdizioni, selezionando fondi più “aggressivi” o Paesi con minori controlli, al fine di inserire capitali illeciti nei mercati globali con minore rischio di individuazione. Quando una componente illegale riesce a penetrare in un fondo di investimento e ad operare come advisor occulto, ad esempio pilotando l'acquisto di crediti di un'azienda in crisi attraverso veicoli societari, tutto può avvenire con parvenza di legittimità. L'effetto finale è pericoloso: le mafie normalizzano la propria presenza nell'economia legale, confondendosi con investitori e consulenti apparentemente rispettabili mentre condizionano dall'interno l'allocazione di capitali.

Il terzo pilastro delle strategie di infiltrazione mafiosa nei FIA riguarda l'utilizzo di intermediari e strutture finanziarie complesse per occultare la regia criminale. Le mafie creano reti di società veicolo, holding e trust fiduciari attraverso i quali far transitare i flussi finanziari legati al fondo, rendendo estremamente arduo tracciare l'origine e la destinazione finale dei capitali. Ad esempio, un clan potrebbe strutturare un'operazione di investimento su più livelli: il fondo effettua un investimento in un progetto (immobiliare, infrastrutturale, etc.) servendosi di una SPV costituita ad hoc, la quale a sua volta riceve finanziamenti da altre società offshore controllate indirettamente dal clan. In questo schema possiamo chiamarlo a Matrioska, la società veicolo interposta viene utilizzata per acquisire partecipazioni o concedere prestiti all'interno del fondo, celando la reale titolarità dietro schermi societari stratificati. Fonti investigative hanno riscontrato proprio l'uso spregiudicato di SPV e società “filtro” da parte dei clan per inserirsi nei FIA: spesso queste entità sono domiciliate in paradisi fiscali, finanziate da capitali illeciti e fungono da teste di ponte per l'ingresso del denaro mafioso nei fondi¹¹².

¹¹¹ Giambartolomei, A. (2021, 15 gennaio). Il vicecapo della Polizia: “Attenti a quei fondi”. *lavalibera*.

(Articolo/intervista al prefetto Vittorio Rizzi sui rischi di infiltrazione mafiosa nei fondi e nei mercati finanziari.)

¹¹² De Simoni, M. (2022). *Il profilo finanziario delle imprese infiltrate dalla criminalità organizzata in*

Oltre alle SPV, un ruolo chiave lo giocano broker finanziari e intermediari non bancari collusi: le mafie possono infatti avvalersi di mediatori compiacenti (ad esempio agenti che promuovono il fondo presso investitori facoltosi, includendo nei pool anche i capitali mafiosi, oppure broker che facilitano le transazioni del fondo con controparti legate ai clan). In alcuni casi, gli stessi strumenti finanziari del mercato moderno vengono piegati a fini illeciti: operazioni di cartolarizzazione di crediti e acquisto di portafogli NPL sono state individuate come schemi talora sfruttati per veicolare denaro mafioso sotto copertura di investimenti sofisticati. Un esempio è l'acquisto, tramite società di copertura, di crediti vantati verso la pubblica amministrazione: tali crediti vengono cartolarizzati e fatti circolare in fondi o veicoli di investimento, confondendo le acque sull'identità di chi alla fine incasserà i pagamenti (spesso riconducibile ai clan).

Queste complesse catene di intermediazione servono a frammentare i flussi finanziari, rendendo difficile per le autorità collegare i singoli passaggi al disegno criminale complessivo. Inoltre, l'opacità informativa di molti FIA (specie quelli chiusi e riservati, con obblighi divulgativi limitati verso l'esterno) aggrava il problema: un socio occulto mafioso può restare non rilevato dagli organi di vigilanza per lungo tempo, specie se agisce tramite strutture fiduciarie o accordi riservati tra investitori. In questo contesto si parla di una vasta "zona grigia" di opacità: come sottolineato da autorevoli magistrati antimafia, l'intreccio tra discrezionalità finanziaria, segreto bancario e complessità dei mercati globali crea spazi in cui i clan prosperano indisturbati.

Le strategie di infiltrazione descritte: investitori occulti, consulenze colluse, intermediazione opaca; evidenziano la trasformazione dell'impresa mafiosa in attore finanziario globale. Le mafie non operano più ai margini, ma diventano parte integrante dei mercati, mimetizzandosi tra investitori istituzionali e fondi di private equity. Organismi come l'ONU stimano che oltre la metà dei profitti delle attività criminali mondiali venga sistematicamente reimmessa nell'economia legale tramite investimenti e operazioni finanziarie. Si tratta di cifre enormi (nell'ordine di migliaia di miliardi di

Italia (Quaderni dell'Antiriciclaggio, n. 17). Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia – Banca d'Italia.

dollari) che alimentano holding occulte capaci di alterare le dinamiche di interi settori economici¹¹³.

Le infiltrazioni mafiose nei FIA sono dunque parte di un problema più ampio di riciclaggio e inquinamento dell'economia legale, con conseguenze gravi: distorsione dei mercati, concorrenza sleale verso gli operatori onesti, perdita di fiducia negli investitori internazionali e condizionamento della vita democratica (quando i clan accumulano potere finanziario e lo convertono in influenza politica e sociale). Combattere queste forme di infiltrazione richiede azioni coordinate a livello nazionale e sovranazionale. Da un lato, è fondamentale rafforzare gli strumenti di due diligence e antiriciclaggio in ambito finanziario: i fondi di investimento devono essere soggetti a stringenti controlli sulla provenienza dei capitali (KYC, effettivo su tutti i sottoscrittori, verifiche sui beneficiari ultimi delle quote, monitoraggio costante delle operazioni straordinarie). Dall'altro lato, serve una stretta collaborazione tra autorità di vigilanza, forze investigative e operatori privati: le anomalie operative (investimenti inspiegabili, complessi passaggi societari, advisor senza trasparenza) vanno condivise e analizzate per far emergere i segnali rivelatori (red flag) di presenza mafiosa.

In aggiunta, come evidenziato dagli esperti, occorre colpire la rete di facilitatori professionali: ordini professionali, istituzioni finanziarie e organismi internazionali (Europol, FATF, Interpol) devono lavorare insieme per individuare e isolare quei consulenti, banche compiacenti e intermediari opachi che rendono possibili questi schemi di infiltrazione. Solo un approccio integrato: normativo, tecnologico e culturale può arginare l'evoluzione camaleontica delle mafie nei mercati finanziari.

¹¹³ United Nations Office on Drugs and Crime. (2011). *Estimating illicit financial flows resulting from drug trafficking and other transnational organized crimes*. United Nations.

3.4. Introduzione al caso simulato: metodologia e finalità

La terza parte di questa trattazione conduce l'analisi dai principi teorici e dalle evidenze empiriche emerse nei capitoli precedenti verso una dimostrazione pratica mediante un caso simulato. Dopo aver delineato le vulnerabilità intrinseche dei FIA e i modelli di infiltrazione mafiosa finora osservati, il lavoro propone infatti la costruzione di uno scenario ipotetico, il "Fondo Atlantide", pensato per ricreare in concreto le dinamiche di riciclaggio e controllo esaminate finora. In questa sezione introduttiva vengono illustrate la metodologia impiegata nella simulazione e le relative finalità. L'obiettivo è tradurre i risultati dell'analisi teorica in uno strumento operativo, mostrando come i fenomeni descritti possano manifestarsi nella gestione di un FIA reale e individuando al contempo possibili indicatori di rischio e leve di intervento.

La simulazione presentata nel Capitolo 4 consentirà di osservare concretamente come un FIA possa essere utilizzato da un'organizzazione mafiosa per riciclare ingenti capitali, conseguendo al contempo un duplice vantaggio illecito. Da un lato, infatti, il clan criminale potrebbe ottenere la remunerazione dell'investimento, beneficiando dei rendimenti del fondo alla stregua di qualsiasi investitore qualificato; dall'altro riuscirebbe nella "ripulitura" dei fondi neri mediante complessi giri contabili e finanziari. In altri termini, l'operazione simulata mira a dimostrare come il canale del FIA possa fungere sia da veicolo di profitto finanziario sia da strumento di lavaggio del denaro di provenienza illecita.

Nello scenario ipotizzato del "Fondo Atlantide", ad esempio, i capitali mafiosi vengono immessi nel fondo tramite una società veicolo estera appositamente costituita, che sottoscrive quote del FIA utilizzando fondi neri del clan occultati da documentazione falsificata e con la complicità di un gestore corrotto. Le risorse così infiltrate vengono poi impiegate dal fondo in operazioni di investimento ad alto impatto, come un grande progetto immobiliare caratterizzato da un forte ricorso alla leva finanziaria o l'acquisizione mirata di asset nel settore energetico. Attraverso questi investimenti strategici, i flussi di cassa generati, opportunamente modulati e ripuliti, ritornano al clan sotto forma di dividendi "puliti" o di plusvalenze da dismissione. Oltre a garantirsi il riciclaggio, una simile struttura consentirebbe all'organizzazione criminale di fungere da regista occulto di un intero comparto economico: convogliando capitali

verso società immobiliari ed energetiche di rilievo, il clan potrebbe orientare lo sviluppo di un intero distretto industriale e condizionarne dall'interno le dinamiche concorrenziali.

Dal punto di vista metodologico, il caso simulato “Atlantide” utilizza dati e schemi finanziari ispirati a vicende reali per costruire un modello di infiltrazione plausibile, pur mantenendo un carattere ipotetico e didattico. Questo esercizio, pur frutto di fantasia, si basa infatti su meccanismi concreti emersi dalle analisi condotte: connivenze interne, vuoti nei controlli normativi e strumenti finanziari opachi rappresentano gli ingranaggi chiave del sistema simulato.

L'analisi finanziaria avanzata applicata allo scenario consente di evidenziare indicatori di anomalia, i cosiddetti red flag, riconducibili a possibili attività di riciclaggio o di manipolazione del mercato. In parallelo, la simulazione permette di testare l'efficacia delle attuali procedure di due diligence e dei presidi antiriciclaggio nel rilevare tempestivamente tali schemi illeciti: ad esempio, si valuterà se segnali come strutture societarie eccessivamente complesse, provenienza opaca dei fondi o rendimenti insolitamente elevati verrebbero individuati dai controlli standard, oppure se richiederebbero strumenti aggiuntivi di analisi e sorveglianza.

In definitiva, le finalità del caso Atlantide sono duplici e allineate con gli obiettivi complessivi della ricerca: da un lato, illustrare concretamente i rischi e le modalità operative con cui un clan mafioso potrebbe sfruttare un FIA, delineando un profilo di rischio specifico; dall'altro, verificare e potenziare un modello di allerta e di due diligence antimafia in ambito finanziario, così da fornire indicazioni utili a prevenire future infiltrazioni.

La simulazione funge quindi da banco di prova per le ipotesi investigative sviluppate nei capitoli precedenti e per le contromisure proposte in ottica di prevenzione. In un contesto di finanza globale in cui l'impresa mafiosa assume forme sempre più camaleontiche, essere in grado di anticiparne le mosse diventa cruciale. Il caso Atlantide aiuterà a evidenziare come l'innovazione finanziaria possa essere strumentalizzata dalla criminalità e quali segnali operativi possano tradire la sua presenza occulta. Tale consapevolezza risulta essenziale affinché legislatori, autorità di

vigilanza e operatori del settore uniscano le forze, integrando competenze giuridiche, economiche e tecnologiche, per stanare queste minacce e salvaguardare l'integrità dei mercati finanziari, inclusi i FIA, dall'abbraccio invisibile ma letale delle mafie.

4. Il caso simulato: Fondo “Atlantide” e le strategie di prevenzione

4.1. Struttura finanziaria del Fondo “Atlantide” e modalità di ingresso di capitali mafiosi nei FIA

Il Fondo “Atlantide” è concepito come un fondo di investimento alternativo (FIA) chiuso e riservato, con una struttura operativa tipica dei fondi di private equity¹¹⁴. Alla base vi è una Società di Gestione del Risparmio (SGR) dedicata, che svolge il ruolo di gestore professionale del fondo nonché di General Partner (GP). La SGR Atlantide amministra il patrimonio raccolto e prende le decisioni d’investimento, operando secondo il regolamento del FIA e nel rispetto della normativa di settore. I capitali sono apportati dai sottoscrittori del fondo, ossia gli investitori qualificati che assumono il ruolo di Limited Partner (LP). Ciascun LP detiene quote del fondo in proporzione al capitale versato, ma non partecipa alla gestione quotidiana. A tutela degli investitori e a garanzia della separazione patrimoniale, il FIA “Atlantide” si avvale di una banca depositaria terza, incaricata di custodire i titoli e le disponibilità liquide del fondo e di svolgere controlli formali sulle transazioni¹¹⁵. Completa la struttura la presenza eventuale di un advisor finanziario indipendente: un consulente o placement agent che supporta il GP sia nell’originare le opportunità di investimento sia nel selezionare e verificare i potenziali investitori¹¹⁶.

Nel complesso, tale architettura: SGR/GP, LP, banca depositaria e advisor è pensata per garantire una gestione professionale e un sistema di controlli incrociati. Tuttavia, proprio questa complessità può celare punti deboli sfruttabili da attori criminali sofisticati¹¹⁷.

Atlantide è un caso simulato, ma intende rappresentare uno scenario realistico di infiltrazione mafiosa in un fondo di investimento. Le organizzazioni mafiose moderne, sempre più orientate al business, perseguono infatti un duplice obiettivo quando

¹¹⁴ European Parliament & Council. (2011). *Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD)*.

¹¹⁵ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). *Questions and Answers — AIFMD*.

¹¹⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). *Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds (applicabili ai FIA)*.

¹¹⁷ FATF – Financial Action Task Force. (2016). *Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures: Italy — Mutual Evaluation Report*. Paris: FATF/OECD.

entrano nell'economia legale: riciclare i proventi illeciti e al contempo incrementare i profitti tramite attività di mercato apparentemente lecite¹¹⁸.

In altri termini, il gruppo criminale mira sia a ripulire il denaro “sporco” sia a farlo fruttare come un normale investimento finanziario. Questa strategia rientra in quella che è stata definita infiltrazione di tipo investimento, dove l'organizzazione costituisce o utilizza entità legali alimentate con capitali illeciti ma gestite in modo formale e conforme alle regole¹¹⁹.

Nel nostro caso, il fondo Atlantide offre l'infrastruttura ideale per conseguire tali scopi: grazie alla mediazione di veicoli societari e intermediari finanziari, i mafiosi possono mascherare l'origine dei fondi e accedere a opportunità di investimento al pari di qualunque altro sottoscrittore¹²⁰. In tale cornice strutturale, diventa cruciale analizzare come concretamente i capitali illeciti possano insinuarsi all'interno del fondo Atlantide: il meccanismo di ingresso, infatti, non avviene mai in modo diretto e palese, ma attraverso una catena articolata di passaggi partendo dal contante “sporco” iniziale, fino alla sua canalizzazione in uno Special Purpose Vehicle (SPV) estero, che consente all'organizzazione criminale di presentarsi formalmente come un investitore legittimo (LP) del FIA.

La ‘ndrangheta, come altre organizzazioni mafiose, è in grado di generare ingenti proventi illeciti in forma di denaro contante. Questo contante, frutto di attività criminali rappresenta la “materia prima” da riciclare¹²¹. Le mafie adottano spesso gli stessi strumenti utilizzati dagli evasori fiscali per occultare l'origine dei fondi: ad esempio, sono frequenti l'emissione di fatturazioni false, l'uso intensivo di bonifici bancari e di carte prepagate, nonché il continuo ricorso al contante¹²².

¹¹⁸ Direzione Investigativa Antimafia (DIA). (2024). *Relazione semestrale — II semestre 2023*. Roma: Ministero dell'Interno.

¹¹⁹ De Simoni, M. (2022). *Il profilo finanziario delle imprese infiltrate dalla criminalità organizzata in Italia* (Quaderni dell'Antiriciclaggio n. 17). Roma: UIF — Banca d'Italia

¹²⁰ World Bank; United Nations Office on Drugs and Crime (UNODC). (2011). *The puppet masters: How the corrupt use legal structures to hide stolen assets and what to do about it*. Washington, DC: StAR Initiative (World Bank/UNODC).

¹²¹ Direzione Nazionale Antimafia e Antiterrorismo (DNAA). (2024). *Relazione annuale 2023*. Roma: Procura nazionale antimafia e antiterrorismo.

¹²² European Banking Authority. (2021). *EBA guidelines on customer due diligence and the factors institutions should consider when assessing ML/TF risk (JC 2017 37, updated)*. Paris: EBA.

La prima fase del processo consiste nell'acquisizione e accumulo del contante illecito. I clan raccolgono grandi quantità di denaro “in nero” da vari traffici illeciti, fondi che inizialmente si trovano fuori dal circuito finanziario ufficiale. Segue poi una fase di “placement” (collocamento) in cui questo contante viene trasformato o introdotto nel sistema finanziario. Per evitare di destare sospetti, il denaro può essere frazionato in somme più piccole, tecnica nota anche come smurfing, e depositato gradualmente attraverso una rete di prestanome su diversi conti bancari o altri strumenti finanziari. In alternativa o in parallelo, una parte del contante può essere convertita in valuta elettronica o altri mezzi di pagamento, ad esempio mediante ricariche di carte prepagate effettuate da soggetti compiacenti, oppure tramite l'acquisto di beni facilmente trasferibili (come oro o criptovalute) attraverso attività di facciata.

Un ulteriore metodo per *spezzare la tracciabilità* del denaro illecito è il trasporto fisico transfrontaliero del contante¹²³. Organismi internazionali come il GAFI (FATF) segnalano che il trasferimento di grandi quantità di contanti oltre confine rappresenta una delle forme più antiche, ma ancora attuali, di riciclaggio. Spostando il denaro in un altro Paese (ad esempio inviando emissari con valigie di contante, oppure occultandolo in merci esportate o in qual si voglia modo), i criminali mirano a interrompere la “catena di audit” (*audit trail*), ossia a rendere più difficile seguire il percorso finanziario dei fondi¹²⁴. Una volta oltrepassato il confine e raggiunta una giurisdizione ritenuta sicura, il denaro potrà essere nuovamente depositato in istituti finanziari o convertito in altri strumenti, ora con un livello di anonimato e schermatura maggiore rispetto all'origine.

Dopo la fase di placement, i fondi entrano nella fase di “layering” (stratificazione), in cui vengono effettuate operazioni complesse per distanziare ulteriormente il denaro dalla sua origine illecita. Qui intervengono le società di comodo e i prestanome. La ‘ndrangheta crea o si avvale di una rete di imprese fittizie, spesso intestate a soggetti incensurati e apparentemente estranei all'organizzazione, che servono da schermo

¹²³ INTERPOL. (2022). Global financial crime assessment: Money laundering and cash smuggling trends. Lyon: INTERPOL General Secretariat.

¹²⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development. (2019). *Trade-based money laundering: Trends and developments*. Paris: OECD

legale. Tali società (dette anche *cartiere* se il loro unico scopo è emettere carta, ovvero fatture) generano fatture per operazioni inesistenti, simulando transazioni commerciali mai avvenute. In questo modo, il contante di origine criminale può essere giustificato come ricavo derivante da attività lecite: ad esempio, l'impresa di facciata finge di aver venduto beni o servizi e di incassare pagamenti che in realtà sono il denaro illecito riciclato. Secondo la Direzione Investigativa Antimafia, il riciclaggio mafioso si realizza proprio attraverso “complesse operazioni di ingegneria contabile” e l’“interposizione di prestanome”, strumenti che consentono di mascherare efficacemente la provenienza dei capitali¹²⁵.

Parallelamente, vengono attuate triangolazioni finanziarie: i fondi vengono movimentati tra diversi conti e banche, spesso passando per più Paesi, in modo da rendere estremamente difficile ricostruire il percorso del denaro¹²⁶. Come evidenziato nello stesso contesto, ciò include il “trasferimento di disponibilità all'estero” e ulteriori passaggi bancari multipli. Possono essere utilizzati bonifici internazionali, talvolta fra entità societarie appartenenti alla medesima rete di riciclaggio, oppure l'impiego di intermediari finanziari poco trasparenti e *money mule* (cioè “corrieri finanziari” che trasferiscono denaro per conto terzi) per spostare i fondi senza collegarli direttamente ai mafiosi.

Una volta accumulate sufficienti “fondi puliti” sulla carta tramite le operazioni descritte, si passa alla fase di integrazione finale nell'economia legale. In questa fase i capitali mafiosi confluiscono in un veicolo estero appositamente costituito, spesso in forma di società veicolo (SPV) registrata in una giurisdizione offshore o comunque estera. Lo scopo dello SPV è detenere e reinvestire il patrimonio ripulito per conto dell'organizzazione, mantenendo però un'apparenza di indipendenza e legalità. Grazie ai precedenti passaggi, i soldi sporchi sono ora accreditati sul conto dello SPV come fossero proventi leciti (derivanti ad esempio da investimenti o utili societari legittimi). Questo veicolo, controllato indirettamente dalla 'ndrangheta attraverso prestanome o strutture fiduciarie, sottoscrive quindi una quota del FIA “Atlantide” presentandosi come investitore finanziario. Da un punto di vista formale e documentale, l'SPV estero

¹²⁵ Direzione Nazionale Antimafia e Antiterrorismo (DNAA). (2022). *Relazione annuale 2021*. Roma: Procura nazionale antimafia e antiterrorismo

¹²⁶ Europol. (2022). *European financial and economic crime threat assessment (EFECA)*. The Hague: Europol.

agisce come un normale limited partner (LP) del fondo di investimento, rispettando i requisiti legali e regolamentari per l'accesso al FIA. In pratica, il fondo riceve un apporto di capitale che risulta provenire da un investitore istituzionale estero, senza collegamenti apparenti con soggetti criminali.

Questo stratagemma consente ai clan di integrare stabilmente i capitali di origine mafiosa nei circuiti finanziari avanzati, ottenendo in cambio partecipazioni in investimenti ufficiali. La natura estera e societaria dell'SPV aiuta a celare l'identità dei veri beneficiari: le normative sul beneficiario effettivo possono essere aggirate attraverso catene societarie e prestanome, rendendo difficile per le autorità collegare l'investimento al clan. Come evidenziato dal GAFI, l'uso di società schermo anonime è uno dei metodi più diffusi per riciclare proventi illeciti a livello internazionale¹²⁷.

Nel caso del Fondo Atlantide, lo SPV funge da entità filtro: investendo ufficialmente nel FIA, converte i capitali criminali in quote di un fondo di investimento. A questo punto il denaro mafioso è stato formalmente ripulito, essendo diventato un investimento legittimo, e potrà generare ulteriori profitti legali (rendimenti, plusvalenze) a beneficio dell'organizzazione criminale, completando così il ciclo del riciclaggio.

¹²⁷ Transparency International. (2021). *G20 beneficial ownership transparency: Stepping up the game*. Berlin: Transparency International.

4.2. Analisi finanziaria avanzata: ROI anomalo, flussi di cassa

Emergono marcate anomalie nei flussi di cassa associati allo SPV infiltrato. Un'analisi dei movimenti finanziari rivela schemi non compatibili con la normale operatività di un investitore istituzionale e fortemente indicativi di schemi di riciclaggio. In particolare, si osservano entrate e uscite “sospette” dallo SPV, sia per tempistica sia per natura, come delineato di seguito:

- Anno 1: lo SPV mafioso (ad es. Atlantide LLC registrata in un paradiso fiscale) effettua un conferimento iniziale di €10 milioni nel Fondo Atlantide, utilizzando fondi neri precedentemente raccolti dal clan. Questa ingente disponibilità immediata di liquidità, non coerente con il profilo economico apparente dello SPV, costituisce già un'anomalia¹²⁸. I capitali vengono frazionati in più transazioni in entrata sui conti dello SPV nell'arco di poche settimane, nel tentativo di eludere segnalazioni di operazioni sospette (tecnica del smurfing). Subito dopo, l'SPV sottoscrive le quote del fondo con tali somme, celando l'origine illecita dietro la facciata di un investimento qualificato. Questa interposizione societaria (impiego di un veicolo di comodo) è una prassi tipica: le mafie inseriscono capitali illeciti in fondi presentandoli come investimenti di soggetti terzi, spesso tramite società offshore che schermano la reale identità dei finanziatori¹²⁹.
- Anno 2: il fondo impiega le risorse raccolte, inclusi i €10 milioni dello SPV, in un progetto immobiliare e/o di energia rinnovabile. Qui si registrano uscite di cassa atipiche: ad esempio, il fondo acquista un terreno per un parco eolico da una società vicina al clan a un prezzo fortemente sovrappagato (es. €5 milioni anziché €3 milioni di fair value). Tale sovra-fatturazione configura un flusso in uscita ingiustificato che beneficia indirettamente l'organizzazione mafiosa: la società venditrice (schermo del clan) incassa un extra-profitto di €2 milioni,

¹²⁸ UIF – Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia. (2023). Comunicazione in materia di segnalazioni di operazioni sospette: schemi rappresentativi di comportamenti anomali (aggiornamento 2023).

¹²⁹ Open Ownership. (2024). Beneficial ownership in investment funds: approaches and challenges.

drenando risorse dal fondo¹³⁰. Analogamente, durante lo sviluppo dei progetti, vengono stipulati contratti con fornitori compiacenti a costi maggiorati (servizi, forniture, consulenze), così che parte dei fondi investiti "escano" verso l'esterno sotto forma di pagamenti gonfiati. Queste operazioni non risultano coerenti con la normale gestione di un fondo; i costi eccedono quelli di mercato, i fornitori spesso hanno sede in giurisdizioni opache o scarsa sostanza economica, e corrispondono a schemi già individuati dall'UIF tra i comportamenti anomali meritevoli di approfondimento¹³¹. Nel corso dell'anno, lo SPV potrebbe effettuare ulteriori versamenti nel fondo (es. aumenti di capitale ad hoc) per finanziare "imprevisti" pilotati, oppure ottenere in anticipo distribuzioni parziali di proventi dal fondo (utili provvisori o rimborsi anticipati) senza giustificazione economica solida. La circolarità dei flussi è evidente: parte del denaro immesso dall'SPV rientra nelle casse di altre entità mafiose tramite sovrapproduzione, mentre un'altra parte resta nel fondo in attesa di essere ripartita come utile lecito.

- Anno 3: si concretizza l'uscita finale dei capitali puliti. Il fondo Atlantide vende gli asset del progetto (immobili riqualificati, impianti energetici) e realizza ricavi elevati. Una porzione di tali ricavi potrebbe derivare da una vendita "in famiglia": ad esempio, un'impresa collegata al clan acquista l'impianto fotovoltaico a un prezzo volutamente sopra il valore di mercato, in modo da iniettare ulteriori fondi illeciti nel circuito come apparente guadagno del fondo. Questa transazione, contraria a normali logiche di convenienza commerciale, consente al fondo di chiudere l'operazione con plusvalenze straordinarie, alimentando l'anomalo ROI discusso sopra¹³². A questo punto il fondo distribuisce i proventi della vendita ai sottoscrittori: lo SPV mafioso incassa dividendi "puliti" per diversi milioni di euro, che vanno ad aggiungersi ad eventuali cedole già percepite negli anni precedenti. Il flusso di ritorno al clan è completo: i €10 milioni iniziali "sporchi" escono dal fondo come €18 milioni

¹³⁰ Transparency International. (2024). *Alternative Investment Funds in Europe: Money Laundering and Corruption Risks*. Berlin: TI.

¹³¹ UIF – Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia. (2023). *Comunicazione in materia di segnalazioni di operazioni sospette: schemi rappresentativi di comportamenti anomali*

¹³² EBA, EIOPA & ESMA (Joint ESAs). (2021). *Joint Guidelines on Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism Risk Factors* (JC 2021 12)

ripuliti (capitale + utili). L'SPV, dopo aver ricevuto tali somme, le trasferisce ulteriormente a strutture estere controllate dal clan (trust, fondazioni, conti personali off-shore), frammentando nuovamente i movimenti per confondere la tracciabilità¹³³. Questi giri contabili complessi mirano a far perdere le tracce dell'origine iniziale, integrando definitivamente i capitali illegali nell'economia lecita.

I flussi di cassa descritti presentano quindi diverse anomalie chiave:

- Ingenti movimentazioni in ingresso allo SPV senza coerenza con il suo profilo (tipicamente capitale sociale esiguo e nessuna storia operativa),
- Uscite dal fondo verso soggetti collegati (fornitori o controparti legate alla criminalità) attraverso sovrappiù e transazioni fuori mercato,
- Distribuzioni di utili insolitamente elevate allo SPV rispetto agli investimenti effettuati. Questi elementi coincidono con numerosi indicatori di anomalia delineati dalle autorità di vigilanza finanziaria: operazioni non supportate da valida giustificazione economica, transazioni con controparti prive di reale attività, utilizzo di più passaggi societari per celare il collegamento finale. In particolare, l'UIF segnala come sospette le operazioni di importo rilevante non compatibili con il profilo finanziario dichiarato e le operazioni condotte per conto/beneficio di terzi senza valide ragioni economiche sono esattamente lo schema di interposizione soggettiva e investimento anomalo attuato dallo SPV Atlantide.

¹³³ FFIEC – Federal Financial Institutions Examination Council. (2022). BSA/AML Examination Manual – Appendix F: Money Laundering and Terrorist Financing Red Flags. Washington, DC: FFIEC.

4.3. Vulnerabilità e punti deboli emersi dall'analisi e aree di intervento

L'analisi del caso simulato "Fondo Atlantide" ha evidenziato una serie di vulnerabilità strutturali e operative che hanno favorito l'infiltrazione mafiosa nel FIA attraverso uno special purpose vehicle (SPV) controllato occultamente da un'organizzazione criminale. In particolare, sono emersi punti deboli lungo tutta la catena di controllo finanziario e normativo: dall'uso di interposizione soggettiva tramite società schermo, al controllo opaco dello SPV, fino alle carenze nei presidi interni della SGR e al ruolo eccessivamente passivo della banca depositaria¹³⁴. Tali fragilità, aggravate da alcuni limiti normativi nel quadro italiano ed europeo, delineano un contesto in cui un clan mafioso ha potuto mimetizzarsi nel tessuto economico-legale sfruttando le regole di mercato a proprio vantaggio. Di seguito si analizzano in dettaglio queste vulnerabilità, facendo riferimento al quadro normativo di riferimento (AIFMD, D.Lgs. 231/2007, regolamenti ESMA/UIF, ecc.), e si propongono infine concrete aree di intervento per mitigare il rischio di infiltrazioni analoghe in futuro.

Una prima criticità emersa è l'utilizzo di soggetti interposti e strutture societarie opache per mascherare la reale titolarità dell'investimento mafioso. Nel caso Atlantide, i capitali illeciti del clan sono stati convogliati nel fondo tramite un SPV estero appositamente costituito, formalmente indipendente ma di fatto controllato da esponenti mafiosi tramite prestanome incensurati. Questo stratagemma di intestazione fittizia, vietato dall'ordinamento penale italiano (cfr. art. 12-quinquies L. 356/1992) ma di non immediata rilevazione, ha consentito all'organizzazione criminale di celare la propria identità dietro uno schermo societario lecito, superando indenne i controlli standard¹³⁵.

Dal punto di vista tecnico-legale, l'ordinamento antiriciclaggio impone alle SGR e agli

¹³⁴ ESMA. (2021). *Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*.

¹³⁵ Italia. (1992). *Legge 356/1992, art. 12-quinquies – Intestazione fittizia di beni*. Roma: Gazzetta Ufficiale.

intermediari finanziari obbligati di identificare il titolare effettivo di clienti persone giuridiche (beneficial owner). In base all'art. 20 D.Lgs. 231/2007, costituisce indicatore di proprietà effettiva una partecipazione superiore al 25% del capitale sociale detenuta da una persona fisica, direttamente o per il tramite di società fiduciarie o interposte¹³⁶. Tale criterio, tuttavia, può essere aggirato da strutture volutamente complesse: ad esempio frazionando la quota del clan in più entità ciascuna sotto la soglia, oppure inserendo società estere in giurisdizioni opache (paradisi fiscali, Paesi con scarsa trasparenza societaria) lungo la catena partecipativa. Come segnalato anche da organismi internazionali (GAFI, ESMA), l'opacità intrinseca di SPV domiciliati all'estero e la difficoltà di risalire ai relativi beneficiari ultimi costituiscono un fattore di rischio elevato per infiltrazioni mafiose e operazioni di riciclaggio. Nel nostro caso, lo SPV veicolo presentava proprietari formali di comodo e sede legale offshore, elementi che hanno ostacolato una chiara individuazione del beneficiario ultimo da parte dei controlli ordinari¹³⁷.

In altri termini, l'uso spregiudicato di società veicolo interposte nella struttura del fondo ha permesso al clan di introdurre capitali illeciti nel FIA mantenendo un anonimato sostanziale. Tale schema sfrutta una vulnerabilità strutturale dei sistemi finanziari: l'abuso di strutture societarie legali come abilitatore del crimine organizzato, ben documentato anche a livello europeo. Solo a posteriori, grazie ad approfondimenti investigativi, sarebbe possibile disvelare i legami tra SPV e organizzazione mafiosa, ad esempio tramite indagini sui flussi finanziari e incrocio di registri. Nel frattempo, però, il veicolo mafioso ha potuto agire de facto come normale investitore qualificato, godendo di rendimenti finanziari leciti e ripulendo i fondi neri tramite i complessi giri contabili del fondo.

Un secondo ordine di vulnerabilità riguarda le carenze nei presidi di controllo interno della società di gestione (SGR) che hanno consentito l'ingresso e l'operatività indisturbata dello SPV mafioso. Nel caso simulato, la SGR preposta al Fondo Atlantide non ha identificato, o non ha saputo prevenire, segnali d'allarme legati all'investitore

¹³⁶ Italia. (2007). *Decreto Legislativo 231/2007 – Norme in materia di antiriciclaggio* (aggiornato alle direttive IV e V AML). Roma: Gazzetta Ufficiale.

¹³⁷ European Commission. (2022). *Communication on combatting the abuse of shell entities (Unshell proposal)*. Bruxelles: Commissione Europea.

anomalo. La complicità di un gestore corrotto, ipotizzata nello scenario, ha ulteriormente vanificato i controlli: la presenza di un insider colluso implica che procedure come la due diligence sull'investitore e la verifica dell'origine dei fondi possano essere volutamente alleggerite o falsificate, aggirando così anche i sistemi di compliance più rigorosi. Questo evidenzia come il rischio di infiltrazione non sia solo esterno, ma anche interno: l'assenza di una robusta cultura etica aziendale e di meccanismi di verifica incrociata indipendenti (es. funzioni di compliance e audit efficaci) apre spazio a condotte infedeli del management.

Dal punto di vista normativo, il quadro italiano ed europeo impone obblighi stringenti alle SGR in materia di antiriciclaggio. Il D.Lgs. 231/2007 (come aggiornato dalle direttive IV e V AML) richiede adeguata verifica della clientela, identificazione del titolare effettivo, registrazione e conservazione dei dati, nonché segnalazione tempestiva di operazioni sospette all'UIF. La Banca d'Italia e la Consob, tramite regolamenti congiunti, prescrivono che le SGR implementino procedure organizzative, controlli di linea e di conformità atti a prevenire operazioni illegali. Tali controlli includono politiche di Know Your Customer (KYC) rafforzate per investitori ad alto rischio e sistemi di rilevazione di indici di anomalia (es. investimenti non coerenti con il profilo economico dichiarato, transazioni frazionate, provenienza di fondi da conti esteri poco trasparenti)¹³⁸.

Nel caso in esame, tuttavia, queste difese procedurali si sono rivelate deboli: lo SPV mafioso, nonostante presentasse potenziali red flag (costituzione recente, sede estera, elevato importo investito con capitali dall'estero), è stato ammesso tra i sottoscrittori senza un'adeguata analisi del rischio. La funzione di compliance della SGR probabilmente non ha svolto (o non ha potuto svolgere) i controlli approfonditi richiesti, forse anche a causa di pressioni commerciali (interesse ad acquisire un investitore importante) o di lacune informative (difficoltà ad ottenere informazioni complete sullo SPV e sui suoi beneficiari in altre giurisdizioni).

Questa criticità riflette un problema più generale: l'eterogeneità delle prassi

¹³⁸ CONSOB. (2022). *Regolamento Intermediari*. Roma: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

AML/KYC nel settore dei fondi. In assenza di standard uniformi applicati rigorosamente da tutte le SGR, esistono margini di arbitraggio in cui soggetti malintenzionati possono insinuarsi. Ad esempio, la delega dell'attività di collocamento a banche collocatrici può far ritenere (erroneamente) la SGR esonerata da responsabilità di due diligence diretta sul sottoscrittore; in realtà, come ricordato da Bankitalia, i dati identificativi devono comunque essere acquisiti e valutati anche dal gestore. Qualora tali procedure non siano osservate con rigore, si crea un vuoto di controllo che facilita l'ingresso di capitali criminali. In sintesi, nel Fondo Atlantide la SGR ha manifestato debolezze sia sul piano dei controlli preventivi sia in termini di cultura del rischio: ciò ha permesso allo SPV mafioso di mimetizzarsi tra gli investitori legittimi e di orientare le operazioni del fondo a fini illeciti senza incontrare ostacoli immediati.

Un ulteriore elemento critico emerso dall'analisi è il ruolo sostanzialmente passivo della banca depositaria, che invece avrebbe dovuto costituire una linea di difesa aggiuntiva contro anomalie e abusi. Nel modello di funzionamento dei fondi italiani, la banca depositaria, tipicamente un istituto di credito autorizzato, svolge funzioni amministrative e di controllo cruciali. Essa custodisce il patrimonio del fondo, regola le operazioni disposte dalla SGR e verifica che la gestione del fondo avvenga nel rispetto delle norme di legge e del regolamento di gestione. In base all'AIFMD (Direttiva 2011/61/UE) e alle normative nazionali di recepimento, il depositario deve anche monitorare i flussi di cassa del FIA e segnalare al gestore eventuali operazioni inconsuete, assicurandosi che emissioni e rimborsi di quote avvengano correttamente e che le disposizioni del gestore siano conformi alle normative¹³⁹.

Nel caso in esame, tuttavia, la depositaria si è limitata ad un adempimento formale dei propri compiti, senza intercettare le irregolarità sostanziali legate all'infiltrazione mafiosa. Ad esempio, l'afflusso iniziale di capitale dallo SPV (verosimilmente di importo rilevante e proveniente da conti in giurisdizioni estere) non risulta aver attivato escalation o sospetti: la banca depositaria avrebbe potuto rilevare che i fondi affluiti sul

¹³⁹ Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2011). *Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi*. Bruxelles: GUUE.

conto del FIA erano riconducibili a un'entità di comodo e segnalarlo, ma ciò non è avvenuto. Analogamente, nel corso delle operazioni del fondo, il depositario non ha contestato operazioni potenzialmente anomale, come investimenti ad alto rischio finanziati con denaro di provenienza poco chiara, o flussi di uscita (dividendi, disinvestimenti) diretti verso società collegate allo stesso SPV. Questa inerzia configura un controllo soltanto cartolare: finché la documentazione presentata era formalmente in regola, il depositario non ha svolto approfondimenti ulteriori.

Le cause di questa passività possono risiedere sia in limiti regolamentari sia in fattori operativi. Sul piano normativo, va notato che la depositaria, pur tenuta al rispetto della normativa AML come ogni banca, non sempre dispone di piena visibilità sui beneficiari ultimi degli investitori del fondo, soprattutto se l'onere dell'adeguata verifica è stato assolto dalla SGR o da intermediari collocatori. In mancanza di obblighi chiari di due diligence "ridondante", il depositario potrebbe aver fatto affidamento sulle verifiche altrui, senza duplicarle. Inoltre, l'attuale disciplina non prevede un coinvolgimento attivo del depositario nelle valutazioni di adeguatezza etica degli investitori: il suo compito principale è garantire la correttezza amministrativa e contabile, non effettuare investigazioni di polizia finanziaria. Ciò crea una zona grigia di responsabilità, dove determinate anomalie pur potenzialmente evidenti a uno sguardo attento (es. investitore privo di track record finanziario che movimentava milioni di euro), possono non essere affrontate da nessuno degli attori coinvolti (gestore, depositario, collocatore), ciascuno presumendo che spetti ad altri l'approfondimento.

Infine, va considerato che la banca depositaria stessa potrebbe incorrere in conflitti di interesse o incentivi distorti: essa è scelta e remunerata dalla SGR, e potrebbe non avere convenienza a ostacolare un'operazione voluta dal gestore a meno di palese illegalità. Solo a posteriori, in caso di emersione di un caso di riciclaggio, verrebbe in rilievo la sua eventuale responsabilità per negligenza (ex art. 21(9) AIFMD, il depositario risponde verso il fondo e gli investitori per ogni altra perdita derivante da inadempimento intenzionale o per negligenza dei propri obblighi). Nel caso Atlantide, l'inerzia della depositaria le avrebbe potenzialmente esposto a responsabilità per omessa segnalazione di operazioni sospette ai sensi del D.Lgs. 231/2007, qualora fosse stato dimostrato che transazioni o movimenti di denaro sospetti erano rilevabili e non sono

stati segnalati¹⁴⁰. In definitiva, il mancato intervento del depositario ha rimosso un importante filtro che, se attivo, avrebbe potuto quantomeno ritardare o complicare l'operazione di infiltrazione (ad esempio chiedendo chiarimenti sulle fonti dei fondi, coinvolgendo le autorità di vigilanza, o rifiutando di dare esecuzione a disposizioni dubbie).

Le vulnerabilità sopra descritte mettono in luce anche alcune carenze del quadro normativo italiano ed europeo nel prevenire scenari di infiltrazione mafiosa nei FIA. Pur in presenza di una legislazione AML e finanziaria evoluta, il caso simulato Atlantide mostra come zone d'ombra regolamentari possano essere sfruttate dai criminali organizzati. Un primo limite riguarda la trasparenza della titolarità effettiva: l'UE ha introdotto con la IV e V Direttiva antiriciclaggio l'obbligo per gli Stati membri di istituire registri centralizzati dei titolari effettivi di società e trust, recepito in Italia nel D.Lgs. 231/2007¹⁴¹. Tuttavia, l'attuazione pratica di tali registri ha incontrato ritardi e ostacoli, incluse pronunce della Corte di Giustizia UE che hanno limitato la pubblicità dei dati. Ad oggi permangono lacune significative: ad esempio, l'accesso ai dati sui beneficiari effettivi da parte di soggetti obbligati non è sempre tempestivo né completo, e ciò favorisce l'uso opaco di entità veicolo per finalità illecite. Nel caso in esame, sebbene lo SPV estero dovesse comunicare il proprio titolare effettivo al momento dell'adeguata verifica, è plausibile che tali informazioni fossero di difficile verifica indipendente per la SGR (specie se lo SPV è domiciliato in Paesi i cui registri societari non aderiscono a standard di trasparenza elevati).

Un secondo limite normativo concerne la segmentazione delle competenze di vigilanza. I FIA riservati ad investitori professionali sono tipicamente meno soggetti a disclosure pubbliche rispetto ai fondi retail; gli organi di vigilanza (Banca d'Italia e Consob in primis) fanno affidamento sulle relazioni periodiche della SGR e sulle segnalazioni di violazioni, ma potrebbero non rilevare immediatamente la presenza di un socio occulto criminale, soprattutto se questi non detiene partecipazioni qualificate nella SGR stessa. L'opacità informativa di certi FIA chiusi, con documentazione non

¹⁴⁰ Italia. (2007). *Decreto Legislativo 231/2007 – Norme in materia di antiriciclaggio* (aggiornato alle direttive IV e V AML). Roma: Gazzetta Ufficiale.

¹⁴¹ Corte di giustizia dell'Unione europea. (2022). *Sentenza C-37/20 e C-601/20, Registro dei titolari effettivi e diritto alla privacy*. Lussemburgo: CGUE.

accessibile al pubblico e schemi di investimento complessi (es. cartolarizzazioni intra-gruppo), complica l'individuazione tempestiva di schemi illeciti. In pratica, l'attuale sistema si basa in larga parte sull'autocontrollo degli operatori (SGR e banche) e su segnalazioni ex post all'UIF, più che su un monitoraggio proattivo esterno delle strutture di investimento alternative. Ciò crea uno scarto temporale e informativo che i gruppi mafiosi possono sfruttare, operando all'interno del perimetro lecito finché non scatta una reazione delle autorità. Come osservato nelle analisi UIF, l'economia criminale moderna “conosce bene le regole del mercato e cerca di usarle ai propri fini”, perseguendo una sorta di immedesimazione nel tessuto economico-legale. Le normative di settore, focalizzate su stabilità finanziaria e protezione degli investitori, non contemplano esplicitamente il fenomeno dell'infiltrazione mafiosa, se non attraverso il prisma generico dell'antiriciclaggio. Ad esempio, l'AIFMD impone requisiti di capitale, risk management e gestione dei conflitti d'interesse per le SGR, ma non prevede specifiche misure antimafia se non quelle derivanti dalle normative AML applicabili. Anche il Codice Antimafia (D.Lgs. 159/2011), che impone verifiche e “informative antimafia” per contratti pubblici e settori sensibili, non si applica alle partecipazioni in fondi di investimento privati, lasciando di fatto scoperto questo canale di penetrazione¹⁴².

Un'ulteriore problematica regolamentare emersa è la coordinazione insufficiente tra le varie autorità coinvolte. L'UIF riceve le segnalazioni di operazioni sospette (SOS), ma queste ultime dipendono dalla capacità (e volontà) di SGR e banche di intercettare i segnali di riciclaggio. In mancanza di SOS, il fenomeno resta sommerso. Le autorità di vigilanza prudenziale, dal canto loro, non hanno poteri investigativi di polizia: possono sanzionare violazioni amministrative o di norme di trasparenza, ma difficilmente riescono a individuare ex ante una “partecipazione mafiosa” indiretta in un FIA se tutti i requisiti formali (onorabilità dei manager SGR, adeguatezza del prospetto, etc.) sono rispettati. Questa frammentazione normativa e istituzionale, tra controlli antiriciclaggio, vigilanza finanziaria e prevenzione antimafia, crea zone franche in cui le mafie possono operare. Le stesse linee guida ESMA e UIF finora si sono concentrate su aspetti di risk-based approach e indicatori generici di anomalia, senza elaborare

¹⁴² Italia. (2011). *Decreto Legislativo 159/2011 – Codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione*. Roma: Gazzetta Ufficiale.

schemi specifici di allerta per l'infiltrazione criminale nei fondi alternativi. In sintesi, il caso Atlantide suggerisce che l'architettura regolamentare attuale, pur avanzata, presenta margini di miglioramento per tenere il passo con l'ingegnosità camaleontica dell'impresa mafiosa globalizzata.

Alla luce delle criticità riscontrate, risulta necessario intervenire con misure innovative, non ancora pienamente previste da normativa e dottrina, per rafforzare la resilienza dei FIA alle infiltrazioni mafiose. Di seguito si propongono alcune aree di intervento concrete e originali, ispirate dall'analisi condotta e concepite in ottica sia preventiva che mitigativa:

Trasparenza avanzata sulla titolarità effettiva: introdurre obblighi aggiuntivi di disclosure per gli investitori qualificati dei FIA. Ad esempio, per quote eccedenti una certa soglia (es. 10% del valore del fondo) o per investimenti provenienti da veicoli esteri, la SGR potrebbe essere tenuta a ottenere e conservare ulteriore documentazione attestante la struttura proprietaria a più livelli dello stakeholder, inclusi eventuali patti parasociali o trust collegati. Si potrebbe prevedere la creazione di un database riservato accessibile alle autorità di vigilanza e all'UIF, in cui le SGR inseriscono i dati sui titolari effettivi di maggior rilevanza dei propri fondi (sul modello di un registro antiriciclaggio settoriale). Ciò favorirebbe un monitoraggio incrociato: la UIF potrebbe rilevare se lo stesso nominativo (persona o società) compare come investitore in più fondi o banche, elemento indicativo di possibili infiltrazioni sistemiche. Inoltre, sarebbe opportuno abbassare le soglie di identificazione del titolare effettivo in presenza di segnali di rischio: ad esempio, prevedere che per investimenti provenienti da giurisdizioni non cooperative o veicoli con strutture complesse, la soglia del 25% fissata dalla legge antiriciclaggio venga ridotta (es. al 10%), imponendo l'identificazione di tutti i soggetti che, anche indirettamente, partecipano in modo significativo all'investimento. Questa misura, eccedente gli standard attuali, renderebbe più difficile per un clan restare nell'ombra tramite partecipazioni frazionate.

Rafforzamento dei presidi di governance e controllo in capo alle SGR: si propone di integrare gli obblighi organizzativi delle SGR con specifiche previsioni mirate al

rischio di infiltrazione criminale. Ad esempio, ogni SGR potrebbe dover adottare un “Piano Antimafia Interno”, analogo ai modelli 231, contenente procedure per verificare la reputazione non solo dei propri esponenti e controparte commerciali, ma anche degli investitori rilevanti. Questo piano prevederebbe l’istituzione di una unità di compliance dedicata o l’individuazione di un “antimafia officer” con formazione specifica, incaricato di aggiornare costantemente la direzione sui rischi di penetrazione mafiosa. Tale figura curerebbe i rapporti con la Direzione Investigativa Antimafia e con le Prefetture, sfruttando le informazioni disponibili (white list imprese, interdittive antimafia emesse, etc.) per uno screening proattivo degli investitori potenzialmente collegati ad ambienti criminali. Pur trattandosi di un onere addizionale, sarebbe giustificato dalla necessità di anticipare le mosse delle organizzazioni mafiose in campo finanziario. Inoltre, in caso di sospetto fondato su elementi concreti, la SGR dovrebbe avere facoltà (prevista nel regolamento di gestione) di rifiutare o riscattare forzatamente le quote dell’investitore, informandone contestualmente la UIF e l’autorità giudiziaria. Ciò andrebbe oltre la prassi attuale che vede spesso i gestori restii a estromettere un sottoscrittore se non a fronte di provvedimenti giudiziari ma rappresenterebbe un forte deterrente per i clan, sapendo di poter essere estromessi e segnalati alla prima avvisaglia.

Maggiore responsabilizzazione della banca depositaria: per superare l’atteggiamento passivo riscontrato, si propone di espandere i doveri della banca depositaria includendo un ruolo più attivo nel contrasto alle infiltrazioni. In sede normativa, si potrebbe modificare il TUF o i regolamenti secondari prevedendo che la banca depositaria certifichi annualmente all’organo di vigilanza di aver svolto controlli sull’operato della SGR non solo sotto il profilo tecnico, ma anche con riguardo all’adeguatezza dei presidi antiriciclaggio adottati dal fondo. Ad esempio, il depositario potrebbe dover verificare a campione l’identità dei principali investitori del FIA (ottenendo dalla SGR le informazioni KYC) e segnalare discrepanze o opacità rilevate. Inoltre, si potrebbe introdurre un meccanismo di alert congiunto: depositario e SGR dovrebbero stabilire procedure di scambio informativo costante sui profili di rischio degli investitori; qualora il depositario rilevi movimenti di denaro inconsueti sul conto del fondo (ingressi o uscite di importo anomalo, verso controparti non attese), dovrebbe attivare un protocollo di indagine interna in collaborazione con la SGR, e se necessario con la

segnalazione immediata all'UIF¹⁴³. Per incentivare tale atteggiamento proattivo, il legislatore potrebbe anche prevedere un regime di responsabilità rafforzata: ad esempio, rendendo esplicito che la mancata attivazione degli approfondimenti in presenza di “fondati sospetti” costituisce colpa grave del depositario, con relative sanzioni pecuniarie e interdittive a carico di quest'ultimo. Questa revisione della funzione della banca depositaria porterebbe a un secondo livello di sorveglianza sulle attività del fondo, utile a colmare eventuali falle o compiacenze del gestore.

Iniziative di cooperazione inter-autorità e utilizzo di tecnologie avanzate: infine, si suggerisce di sviluppare strumenti innovativi di cooperazione e analisi dei dati per fronteggiare un fenomeno così trasversale. In ambito domestico, potrebbe essere istituito presso il Comitato di Sicurezza Finanziaria (ex art. 5 D.Lgs. 231/2007) un Osservatorio sulle infiltrazioni finanziarie, composto da rappresentanti di UIF, DIA, Banca d'Italia, Consob e Guardia di Finanza, con il compito di raccogliere segnalazioni, casi e tipologie emergenti di infiltrazione nei fondi e nei veicoli d'investimento¹⁴⁴. Questo Osservatorio elaborerebbe liste di indicatori specifici (red flags) per il settore del risparmio gestito alternativo ad esempio: investimenti effettuati tramite veicoli di recente costituzione con sede in centri offshore; fondi che investono sistematicamente in asset riferibili a pochi soggetti collegati fra loro; presenza di medesimi consulenti o intermediari in operazioni diverse, fornendole periodicamente agli operatori. Sul fronte tecnologico, si potrebbe fare ricorso a strumenti di data mining e AI applicati alle informazioni finanziarie: attraverso l'analisi incrociata di database (registro titolari effettivi, registri immobiliari, centralizzatori di titoli) l'algoritmo potrebbe far emergere relazioni nascoste tra un investitore del fondo e altri soggetti o asset noti in contesti criminali. Ad esempio, sistemi di network analysis potrebbero rivelare se lo SPV investitore ha amministratori o soci in comune con società coinvolte in procedimenti antimafia, allertando così la SGR prima ancora di accettare l'investimento. Queste soluzioni richiederebbero un investimento in innovazione finanziaria da parte delle autorità e degli operatori, ma appaiono attuabili e

¹⁴³ UIF – Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia. (2023). *Comunicazione su SOS: schemi rappresentativi di comportamenti anomali* (aggiornamento 2023). Roma: Banca d'Italia.

¹⁴⁴ Italia. (1992). Legge 356/1992, art. 12-quinquies – Intestazione fittizia di beni. Roma: Gazzetta Ufficiale.
Italia. (2007). Decreto Legislativo 231/2007 – Norme in materia di antiriciclaggio (aggiornato alle direttive IV e V AML). Roma: Gazzetta Ufficiale.

proporzionate rispetto ai potenziali danni sistemici da infiltrazione mafiosa (distorsione dei mercati, concorrenza sleale, rischio reputazionale per l'intero settore finanziario).

In conclusione, il paragrafo ha messo in luce come il caso “Fondo Atlantide” rappresenti uno stress test delle difese dei FIA contro il rischio di infiltrazione mafiosa. Le vulnerabilità emerse dall'uso di SPV opachi alle falle nei controlli di SGR e depositari, fino ai limiti delle norme vigenti delineano la necessità di un approccio multilivello: norme più incisive, controlli più integri e cooperazione più stretta tra attori pubblici e privati. Le proposte sopra esposte, se implementate, potrebbero costituire un percorso innovativo per colmare le lacune attuali, alzando barriere nuove contro le strategie camaleontiche della criminalità organizzata nell'alta finanza. L'obiettivo finale è tutelare l'integrità dei mercati finanziari alternativi, affinché i veicoli concepiti per lo sviluppo economico non divengano mai strumento di arricchimento e potere per le mafie.

Conclusioni

In chiusura di questo lavoro, la domanda di ricerca ha trovato una risposta netta: la struttura finanziaria e operativa dei FIA espone a rischi specifici di infiltrazione mafiosa quando si combinano tre fattori: complessità architettuale, opacità informativa e presidi di controllo disallineati o deboli. La complessità, necessaria per canalizzare capitali verso progetti sofisticati e illiquidi, introduce stratificazioni (SPV, catene di holding, mandati fiduciari) che rendono più arduo ricostruire la titolarità effettiva e il percorso dei flussi. L'opacità, fisiologica in molti FIA riservati, riduce la visibilità ex ante e affida troppe garanzie a verifiche ex post. Infine, l'asimmetria dei controlli tra SGR, banca depositaria e intermediari, crea varchi dove un operatore criminale può insinuarsi con capitali illeciti mascherati da investimento istituzionale.

Il caso simulato “Fondo Atlantide” ha svolto la funzione di stress test: ha mostrato come un'organizzazione mafiosa possa costruire un percorso di riciclaggio che inizia dall'accumulo di contante illecito, prosegue con il frazionamento e la stratificazione dei passaggi (placement e layering), confluisce in uno SPV estero con governance opaca e termina nella sottoscrizione delle quote del FIA come LP apparentemente legittimo. Da quel momento, l'investimento segue binari formali: conferimenti, impieghi, rendiconti, distribuzioni. Dentro però scorre un'anomalia: ROI persistentemente elevati e flussi di cassa disallineati rispetto alle metriche di rischio e al ciclo di vita degli asset, piccoli scarti che letti con sguardo contabile sono “rumori” ma letti con sguardo forense diventano “segnali”. È in quella differenza che l'Atlantide simulato ha rivelato il proprio senso: una funzione di rivelazione più che di accusa, una lente per distinguere performance autentiche da performance costruite.

La prevenzione efficace richiede una strategia multilivello che tenga insieme tecnologia, organizzazione e cultura. Sul piano organizzativo: una due diligence realmente risk-based in capo alla SGR, con mappatura dei beneficiari effettivi “a più livelli” e con il potere scritto nei regolamenti, di rifiutare ingressi o riscattare forzosamente quote in presenza di red flag qualificati.

Sul piano operativo: cooperazione stretta tra SGR e banca depositaria, con scambio di dataset strutturati e test periodici su transazioni sensibili; audit tematici su filiere di

spesa ad alto rischio (consulenze, EPC, O&M), e KPI di integrità messi a budget (non solo IRR e MOIC).

Sul piano tecnico: strumenti di analisi di rete per correlare amministratori, soci, fornitori e controparti; monitoraggio dei flussi con regole e modelli di anomalia tarati sui cicli reali degli asset (immobiliare, energia, credito).

Sul piano della governance di sistema: soglie più esigenti sulla trasparenza del beneficiario effettivo per gli investitori veicolati, standard minimi comuni per i FIA riservati, e un canale strutturato di condivisione di segnali tra operatori e autorità, affinché il rischio non venga “spalmato” fino a scomparire.

Questa tesi ha anche messo in luce una verità scomoda ma necessaria: le mafie non sono un’anomalia esterna ai mercati, bensì un parassita adattivo che impara i codici dell’economia e li piega a sé. Per questo la risposta non può limitarsi all’adempimento formale. Serve un insieme di competenze: compliance che sappia di contabilità gestionale, risk management che parli la lingua dei progetti reali, legali che leggano i numeri, finance che sappia leggere le persone. La prevenzione diventa credibile quando i processi di controllo non sono una “porta a tornello” ma una cultura di presidio condivisa da chi seleziona gli investimenti, da chi li costruisce e da chi li custodisce.

C’è infine una dimensione che trascende il perimetro tecnico. Combattere l’infiltrazione mafiosa nella finanza non è soltanto un problema di efficienza allocativa o di stabilità dei mercati: è una questione morale. Ogni euro riciclato è un euro sottratto al principio di merito, è una distorsione che premia la violenza travestita da ingegno e punisce il lavoro paziente di chi crea valore vero. Difendere l’integrità dei FIA significa difendere l’idea stessa di concorrenza giusta, di impresa come luogo di responsabilità e non di dominio, di capitale come promessa di futuro e non come resa dei conti.

Sul piano più personale, questo studio mi ha insegnato che la tecnica non è neutra: i fogli Excel, i term sheet, le waterfall sono strumenti che possono illuminare o oscurare. Dipende da come li guardiamo e da quale coraggio mettiamo nel fare le domande scomode. Vorrei che questa tesi fosse letta come un invito, prima ancora che un’analisi, ad alzare l’asticella dell’esigente normalità: chiedere trasparenza quando è scomodo,

rallentare un closing quando i numeri non tornano, dire no quando tutto intorno spinge al sì. Perché la lotta alle mafie, in finanza come nella vita civile, non è una somma di eroi solitari: è una catena silenziosa di scelte corrette. E se questa catena si salda, allora i fondi, Atlantide compreso, nella sua forma migliore, possono tornare a essere ciò per cui sono nati: ponti verso crescita, innovazione e dignità economica, non scorciatoie per il potere criminale.

Riferimenti Bibliografici

- Acharya, V. V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2010). The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89–137
- Arlacchi, P. (1986). *Mafia business*. Laterza. Dalla Chiesa, N. (2010). *Le mafie e i poteri*. Einaudi
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267
- Banca d'Italia. (2023). *Linee guida antiriciclaggio per gestori di FIA e fondi pensione*
- Banca d'Italia. (2024). *Cos'è uno SPV e come funziona? Economia per tutti*
- Bonini, C., & Tizian, G. (2023). *Banca 'Ndrangheta*. La Repubblica/Domani
- Borsa Italiana. (2024). *Guida ai FIA italiani e armonizzati*
- Cambridge Associates. (2022). *Private Investment Benchmarking & Strategy*
- Caramazza, M. (2019). *Il socio occulto*. Milano: EGEA
- Cass., Sez. I civ., 27 dicembre 2007, n. 26725
- Cassazione, Sez. VI pen. (2020). *Sentenza "Mondo di Mezzo" (Mafia Capitale)*. Roma: Corte Suprema di Cassazione
- CNDCEC – Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti. (2022). *Documento operativo sull'adeguata verifica della clientela nei FIA*
- CONSOB. (2023). (2023). *Nota di aggiornamento sulle misure di adeguatezza e appropriatezza nei FIA riservati*.
- Consob. (2024). (2024). *Guida ai rischi degli investimenti alternativi*. Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). *Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds*.
- Corte d'Appello di Bologna. (2018). *Operazione "Aemilia": Sentenza (n. e data, se disponibili)*. Bologna: Ufficio della Corte d'Appello
- DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024a). *Relazione semestrale: Secondo semestre 2023*. Roma: Ministero dell'Interno
- DIA – Direzione Investigativa Antimafia. (2024b). *Relazione semestrale: Primo semestre 2023*. Roma: Ministero dell'Interno

- Direzione Investigativa Antimafia (DIA). (2023). Relazione semestrale al Parlamento - I semestre 2023
- Direzione Investigativa Antimafia (DIA). (2024). Relazione semestrale — II semestre 2023. Roma: Ministero dell'Interno
- Direzione Investigativa Antimafia. (2023). Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2023. Ministero dell'Interno
- Direzione Investigativa Antimafia. (2024). Relazione semestrale al Parlamento – I semestre 2024. Ministero dell'Interno
- Direzione Investigativa Antimafia. (2024). Relazione sull'attività svolta e sui risultati conseguiti (Anno 2023). Ministero dell'Interno, Direzione Investigativa Antimafia
- Direzione Nazionale Antimafia e Antiterrorismo (DNAA). (2022). Relazione annuale 2021. Roma: Procura nazionale antimafia e antiterrorismo
- Direzione Nazionale Antimafia e Antiterrorismo (DNAA). (2024). Relazione annuale 2023. Roma: Procura nazionale antimafia e antiterrorismo
- Diritto Bancario. (2024). La leva finanziaria nei FIA e il sistema di gestione del rischio
- Ente istituzionale. (2019). Unità di Informazione Finanziaria (UIF). (2019). Indicatori di anomalia per la segnalazione di operazioni sospette. Banca d'Italia.
- Ente istituzionale. (2021). European Banking Authority. (2021). EBA guidelines on customer due diligence and the factors institutions should consider when assessing ML/TF risk (JC 2017 37, updated). Paris: EBA.
- Ente istituzionale. (2021). European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds (applicabili ai FIA).
- Ente istituzionale. (2021). European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). Questions and Answers — AIFMD.
- Ente istituzionale. (2021). FATF. (2021). Risk-Based Approach for the Securities Sector. Paris: FATF. UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). Quaderni Antiriciclaggio n. 24 – Le mafie e le imprese. Roma: Banca d'Italia. ESMA – European Securities and Markets Authority. (2023). Risk and Market Monitoring Report. Paris: ESMA. Europol. (2021). SOCTA – Serious and Organised Crime Threat Assessment. L'Aia: Europol. PitchBook Data Inc. (2023). Global Private Markets Outlook. Preqin Ltd. (2023). Alternative Assets 2023 – Fund Structures and Transparency.

- Ente istituzionale. (2022). De Simoni, M. (2022). Il profilo finanziario delle imprese infiltrate dalla criminalità organizzata in Italia (Quaderni dell'Antiriciclaggio n. 17). Roma: UIF — Banca d'Italia.
- Ente istituzionale. (2022). De Simoni, M. (2022). Il profilo finanziario delle imprese infiltrate dalla criminalità organizzata in Italia (Quaderni dell'Antiriciclaggio, n. 17). Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia – Banca d'Italia.
- Ente istituzionale. (2022). Giovannini, R., & Porrini, D. (2022). La vigilanza prudenziale nei FIA: struttura, controlli, rischi. Milano: Giuffrè Editore. ESMA – European Securities and Markets Authority. (2021). Guidelines on leverage under the AIFMD. Assogestioni. (2024). Linee guida organizzative per le SGR italiane.
- Ente istituzionale. (2022). Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). (2022). Decreto 13 gennaio 2022, n. 19 – Nuovi criteri per l'accesso ai FIA riservati.
- Ente istituzionale. (2022). UIF – Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (Banca d'Italia). (2022). Rapporto annuale 2021. Roma: Banca d'Italia.
- Ente istituzionale. (2023). ESMA – European Securities and Markets Authority. (2023). Retail investor access to complex products: balancing risk and opportunity.
- Ente istituzionale. (2023). European Securities and Markets Authority (ESMA). (2023). Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds. Financial Action Task Force (FATF). (2014). Guidance on Transparency and Beneficial Ownership.
- Ente istituzionale. (2023). Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). (2024). I fondi di investimento alternativi.
- Ente istituzionale. (2024). Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). (2024). Guida ai fondi di investimento: UCITS e FIA.
- Ente istituzionale. (2024). UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). Quaderni Antiriciclaggio n. 24 – Le mafie e le imprese. Banca d'Italia.
- Ente istituzionale. (2024). UIF – Unità di Informazione Finanziaria. (2024). Relazione semestrale. Banca d'Italia.
- Eurispes. (2020). Rapporto Italia 2020. Roma: Eurispes
- European Commission. (2021). EU Anti-Money Laundering Directives: AMLD4, AMLD5

- European Parliament & Council. (2011). Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD)
- European Securities and Markets Authority. (2023). Annual statistical report – EU alternative investment funds
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2022). Vulnerabilities in the asset management sector
- European Systemic Risk Board. (2022). Vulnerabilities in the asset management sector
- Europol. (2021). Europol. (2021). Serious and Organised Crime Threat Assessment (SOCTA). <https://www.europol.europa.eu>.
- Europol. (2021). Europol. (2021). Serious and Organised Crime Threat Assessment (SOCTA). L'Aia: Europol. <https://www.europol.europa.eu/publications-documents/serious-and-organised-crime-threat-assessment-socta-2021>.
- Europol. (2022). Europol. (2022). European financial and economic crime threat assessment (EFECA). The Hague: Europol.
- Falcone, G., & Padovani, M. (1991). Cose di Cosa Nostra. Rizzoli
- FATF/GAFI. (2014). Financial Action Task Force. (2014). Guidance on transparency and beneficial ownership. FATF/OECD.
- FATF/GAFI. (2016). FATF – Financial Action Task Force. (2016). Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures – Italy: Mutual Evaluation Report. Paris: FATF/OECD.
- FATF/GAFI. (2021). FATF. (2021). Risk-Based Approach for the Securities Sector. OECD Publishing.
- FATF/GAFI. (2021). Financial Action Task Force (FATF). (2021). Money Laundering and Terrorist Financing in the Context of Private Investment Funds.
- FATF/GAFI. (2021). Financial Action Task Force. (2021). Money laundering and terrorist financing in the context of private investment funds. FATF/OECD.
- Giambartolomei, A. (2021, 15 gennaio). Il vicecapo della Polizia: "Attenti a quei fondi". *lavalibera*. (Articolo/intervista al prefetto Vittorio Rizzi sui rischi di infiltrazione mafiosa nei fondi e nei mercati finanziari.)
- Goetzmann, W. N., Ingersoll, J. E., & Ross, S. A. (2003). High-water marks and hedge fund management contracts. *The Journal of Finance*, 58(4), 1685–1718

- Harvard Business Review. (2021). How Private Equity Creates Value
- ICIJ. (2016). Panama Papers Database. <https://offshoreleaks.icij.org> ICIJ. (2017). Paradise Papers. <https://www.icij.org/investigations/paradise-papers/>
- ILPA – Institutional Limited Partners Association. (2022). ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for Private Equity
- INTERPOL. (2022). Global financial crime assessment: Money laundering and cash smuggling trends. Lyon: INTERPOL General Secretariat
- Italia. (1998). (1998). Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Gazzetta Ufficiale.
- Italia. (1998). (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Gazzetta Ufficiale.
- Italia. (2007). Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, aggiornato con recepimento della V Direttiva Antiriciclaggio. Gazzetta Ufficiale.
- Italia. (2007). Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, e successive modifiche. Gazzetta Ufficiale.
- Italia. (2015). Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). (2015). Decreto 5 marzo 2015, n. 30 – Regolamento attuativo art. 39 TUF in materia di FIA riservati. Gazzetta Ufficiale.
- Italia. (2024). Diritto Bancario. (2024). La disciplina normativa dei FIA: AIFMD, TUF e regolazione nazionale. Gazzetta Ufficiale.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360
- Ministero dell'Economia e delle Finanze. (2022). Decreto ministeriale n. 19 del 13 gennaio 2022 – Investitori qualificati e FIA riservati
- Musacchio, M. (2023). Mafia liquida. Criminalità e flussi globali. Donzelli Editore
- Nazioni Unite. (2011). United Nations Office on Drugs and Crime. (2011). Estimating illicit financial flows resulting from drug trafficking and other transnational organized crimes. United Nations.
- Nazioni Unite. (2011). World Bank; United Nations Office on Drugs and

Crime (UNODC). (2011). The puppet masters: How the corrupt use legal structures to hide stolen assets and what to do about it. Washington, DC: StAR Initiative (World Bank/UNODC).

- OCSE. (2019). Organisation for Economic Co-operation and Development. (2019). Trade-based money laundering: Trends and developments. Paris: OECD.
- Pacific Investment Management Company (PIMCO). (2023). Introduction to Private Markets: Private Equity, Credit and Hedge Funds
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2009). Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 302, 17.11.2009, p. 32–96. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2011). Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 8 giugno 2011 relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 174, 1.7.2011, p. 1–73. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2011). Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD). (2011). Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 174, 1–73. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2023). Banca d'Italia. (2023). Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio – aggiornamento 2023. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2024). Banca d'Italia. (2024). Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Parlamento europeo & Consiglio dell'Unione europea. (2024). Borsa Italiana. (2024). Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio: guida operativa. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.
- Preqin. (2023). Preqin Global Private Capital Report 2023
- Scarpinato, R. (2011). Le metamorfosi delle mafie nell'epoca della globalizzazione. Antimafia Duemila. <https://www.antimafiaduemila.com>
- Sharman, J. C. (2010). Shopping for anonymous shell companies: An audit study of anonymity and crime in the international financial system. Journal of Economic Perspectives, 24(4), 127–140

- Transparency International. (2021). G20 beneficial ownership transparency: Stepping up the game. Berlin: Transparency International
- Transparency International. (2023). Asset Laundering through Alternative Funds: Risks and Reforms
- Unimpresa. (2024). Rapporto su operazioni sospette e riciclaggio in Italia. Milano: Centro Studi Unimpresa
- Unità di Informazione Finanziaria. (2019). (2019). Indicatori di anomalia per la segnalazione di operazioni sospette. Banca d'Italia.