

## 4. IL PRINCIPIO DI AUTONOMIA ED IL PRINCIPIO DI PLURALITÀ

### 4.1 Il principio di autonomia gestionale delle SGR nel rapporto con i sottoscrittori

di Emiliano Russo

#### Introduzione

La disciplina dei fondi immobiliari (i "Fondi") sta subendo repentini e radicali interventi normativi aventi ad oggetto sia gli aspetti fiscali (nuova tassazione su alcune tipologie di fondi o su categorie di investitori) sia gli aspetti regolamentari (pluralità di partecipanti, autonomia, etc.).

Gli interventi in materia fiscale hanno una precisa finalità di prelievo di gettito nel breve periodo<sup>4</sup>, mentre gli altri interventi in materia regolamentare, in corso di emanazione, perseguono, come ben espresso da Assoimmobiliare nelle opportune sedi, altre finalità di lungo periodo: riavvicinamento degli investitori esteri, riordino del settore a beneficio delle SGR "virtuose", uniformità di regole e stabilizzazione di comportamento degli operatori, etc. Seppur la riforma fiscale (ed il suo antecedente logico, cioè il concetto di

pluralità dei partecipanti) abbiano tenuto alta l'attenzione di tutti gli operatori del settore in quest'ultimo anno, vale la pena di svolgere qualche riflessione anche sull'altro macro-tema (di pari importanza, ma sino ad oggi di minor dibattito), che sta coinvolgendo le SGR, e cioè la definizione del Principio di Autonomia della SGR nel rapporto con i propri investitori e quindi i poteri di intervento o di informazione di questi ultimi nella gestione dei Fondi. Sintetizziamo qui di seguito le varie proposte di riforma intervenute nell'ultimo anno, dal marzo 2010 ad oggi, da più fonti (Banca d'Italia o Governo direttamente) e, secondariamente, i suggerimenti formulati di volta in volta da tutti i soggetti interessati (Assoimmobiliare, Assogestioni, Fondazioni Bancarie, associazioni di categoria, etc.) al fine di trarne le opportune considerazioni finali.

#### 1. Le competenze dei Comitati Consultivi dei Fondi sino al marzo 2010

Sino al marzo 2010, data di avvio di questo processo di riforma della Governance dei Fondi, la generalità dei regolamenti di gestione dei Fondi (i "Regolamenti") presentava un assetto di competenze del Comitato Consultivo che richiedeva il parere vincolante di quest'ultimo non solo sulle materie di primario rilievo strategico come "qualunque operazione in conflitto di interessi" ovvero "il Business Plan pluriennale del Fondo", ma anche su altre materie rientranti nella "ordinaria gestione operativa" del Fondo quali:

(i) proposte di investimento e/o dismissione di uno o più beni del Fondo, il cui valore sia almeno pari al maggiore tra € [•] e il

- [•]% del valore delle attività del Fondo;
- (ii) proposte di stipulazione, o di rinnovo, di contratti per la fornitura di servizi di property management, Agency e Project management da prestarsi a favore della SGR e nell'interesse del Fondo [ndr a volte prevedendo soglie di corrispettivi, in percentuale sul valore dell'immobile o in valori assoluti, oltre le quali il Comitato Consultivo è competente a pronunciarsi];
- (iii) proposte di interventi di risanamento, ristrutturazione, riconversione o restauro di beni immobili [ndr a volte prevedendo soglie di corrispettivi, in percentuale sul valore dei lavori o in termini assoluti, oltre le quali il Comitato Consultivo è competente a pronunciarsi];
- (iv) proposte di contenziosi e/o transazioni in cui il Fondo sia parte di valore superiore ad Euro [•] ([•],00).

Addirittura, alcune formulazioni nei Regolamenti prevedevano che il Comitato Consultivo potesse esprimersi – magari con pareri non vincolanti, ma aventi comunque un forte effetto di "moral suasion" verso la SGR – sugli incarichi ai soggetti stabilmente coinvolti per legge nella operatività del Fondo:

- (i) proposte di rinnovo o revoca del mandato conferito agli Esperti Indipendenti e in merito ai relativi termini e condizioni;
- (ii) proposte in ordine alla eventuale sostituzione della Banca Depositaria.

Tali competenze, a differenza di quelle dell'Assemblea dei Partecipanti, non derivavano da una fonte normativa, predeterminata ed uniforme per tutti gli operatori del settore, ma erano piuttosto conseguenza di un'analisi svolta dalla SGR, caso per caso, fondo per fondo, in coordinamento con i singoli investitori.

#### NOTA

<sup>4</sup> Il Decreto legge n° 78/2010, successivamente convertito nella legge 122/2010, espressamente precisava che tale provvedimento del Governo rientrava nell'ambito delle iniziative volte ad introdurre "misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività", ed era nato "a seguito dei controlli effettuati dall'autorità di vigilanza".

Tale procedimento, da un lato, offriva il vantaggio di una redazione "sartoriale" del Regolamento, tenendo conto delle peculiarità delle tipologie immobiliari in gestione, ma, dall'altro, comportava anche l'inevitabile conseguenza dell'ampliamento delle materie rientranti nelle competenze vincolanti dei Comitati Consultivi.

## **2. Il Documento di consultazione di Banca d'Italia del marzo 2010: Comitato Consultivo e pareri vincolanti**

Nel marzo 2010, Banca d'Italia ha avviato un processo di regolamentazione normativa, fino ad allora mancante, dei Comitati Consultivi dei Fondi, trasmettendo a tutti gli operatori del settore un documento di consultazione avente ad oggetto "le modifiche al regolamento sulla gestione collettiva del Risparmio in materia di approvazione dei regolamenti dei fondi e dei Comitati dei Partecipanti" (il "Documento di Consultazione").

La finalità dichiarata nel Documento di Consultazione in materia di Governance era di "rafforzare l'autonomia delle SGR, evitando una eccessiva ingerenza dei partecipanti nella gestione del Fondo". Tale finalità, nel testo del Documento di Consultazione, trovava corollario nel principio secondo cui "i Comitati non devono incidere sull'autonomia di gestione della SGR che, nel tenere conto delle deliberazioni del Comitato, ne assume la definitiva responsabilità"<sup>45</sup>.

La proposta di disciplina delle competenze del Comitato Consultivo formulata dalla Banca d'Italia prevedeva di circoscrivere i poteri che possono essere attribuiti al Comitato Consultivo e conseguentemente, di predeterminare, in forza di un provvedimento regolamentare,

le competenze e i poteri che sarebbero spettate al Comitato Consultivo. In particolare, si prevede che "ai Comitati Consultivi possono essere riconosciuti esclusivamente:

- (i) poteri informativi circa l'andamento del fondo;
- (ii) poteri consultivi – da esprimersi con pareri non vincolanti né obbligatori - su determinate scelte della società di gestione, diverse da quelle connesse con singole operazioni di investimento (ad es. durata del fondo, liquidazione anticipata dello stesso, modifiche regolamentari, sostituzione della SGR, business plan del fondo);
- (iii) poteri di formulare pareri vincolanti esclusivamente con riguardo alle operazioni in conflitto di interesse."<sup>46</sup>

In sintesi, il Comitato Consultivo poteva esprimere pareri vincolanti solo su operazioni in conflitto di interesse: qualsiasi altro atto gestionale, seppur di primaria rilevanza strategica per il Fondo e per gli investitori, non poteva rientrare tra i pareri vincolanti e/o obbligatori del Comitato Consultivo.

## **3. I commenti di Assoimmobiliare del 17 maggio 2010 al Documento di Consultazione Banca d'Italia**

Nell'ambito della procedura di consultazione avviata dalla Banca d'Italia, Assoimmobiliare è intervenuta con un ampio documento di commento, condiviso con gli operatori del settore, nel quale, ribadendo l'approvazione degli obiettivi del processo di riforma ("maggiore flessibilità operativa delle SGR nella gestione dei fondi comuni, attribuendo allo stesso tempo rilevanza all'autonomia di gestione e all'indipendenza delle stesse"), ha opportunamente cominciato ad affermare un concetto che, a giudizio di

molti, ancora deve essere tenuto fermo in questo processo di revisione normativa dei fondi immobiliari e cioè la peculiarità e specificità della gestione immobiliare, rispetto alla gestione mobiliare, entrambe disciplinate dal medesimo impianto normativo, ma in realtà caratterizzate da un diverso rapporto fiduciario tra SGR/investitori.

Per cogliere l'essenza del rapporto di "dialogo costruttivo" tra SGR e Investitori, e quindi giungere ad una equilibrata disciplina della Governance del Fondo, è infatti necessario "rivendicare" la peculiarità della gestione dei fondi immobiliari rispetto alla gestione dei fondi mobiliari.

Nel mercato dei fondi mobiliari, seppur caratterizzato da analoghe criticità e difficoltà gestorie, il prodotto gestito è piuttosto fungibile, il parterre degli investitori di ciascun fondo è generalmente molto frazionato e l'investitore/risparmiatore non ha rilevanti competenze nel mercato in cui la SGR mobiliare investe il suo risparmio. Al contrario, nella gestione collettiva di fondi immobiliari, il prodotto è infungibile, speciale, peculiare, e, in particolare, nei fondi immobiliari "riservati ad investitori qualificati", l'investitore ha spesso un certo grado di competenze immobiliari (o perché è apportante del patrimonio immobiliare gestito o perché opera – seppur in segmenti diversi – nel medesimo mercato immobiliare) ed il numero medio di investitori nei singoli fondi immobiliari generalmente non eccede i dieci investitori.

### NOTE

<sup>45</sup> art. 1, comma 2 dello Schema di Provvedimento allegato al Documento di Consultazione.

<sup>46</sup> art. 1, comma 2 dello Schema di Provvedimento allegato al Documento di Consultazione.



Per queste considerazioni (oltreché per semplice coerenza con la normativa di numerosi altri ordinamenti europei), è naturale che in questo settore vi sia una fisiologica condivisione tra SGR ed investitori di alcuni macro-temi gestori di rilevanza strategica e l'organo-principe, nel quale questa condivisione può avvenire, è appunto il Comitato Consultivo in quanto: (a) composto da persone dotate di specifica e comprovata competenza in materia immobiliare (b) dotato di maggior flessibilità operativa.

Assoimmobiliare ha, infatti, sostenuto che: "nel sistema di governance dei fondi immobiliari, è soltanto attraverso i Comitati Consultivi che agli investitori istituzionali è assicurata un'adeguata capacità di monitoraggio e di controllo delle scelte e delle opportunità di investimento operate dal gestore, alle pubbliche amministrazioni la vigilanza sul corretto perseguimento degli obiettivi di natura pubblica o sociale espressi nel regolamento [ndr vedi al successivo paragrafo 6 la richiesta di sottomettere il giudizio di eticità di un fondo al Comitato Etico] e, più in generale, agli stakeholder coinvolti nella fase di avvio e, successivamente, di realizzazione degli interventi, forme di confronto e dialogo". Assoimmobiliare, pur condividendo gli obiettivi sottostanti all'iter di modifica regolamentare avviato dalla Banca d'Italia e nel pieno rispetto del Principio di Autonomia della SGR, ha riproposto<sup>7</sup> una più bilanciata allocazione di poteri all'interno del Comitato Consultivo, temperata alla luce delle considerazioni sopra sintetizzate, al fine di avvicinare

nuovamente gli investitori, anche esteri, ed incentivare la presenza nei Fondi di enti pubblici e fondi previdenziali.

La proposta di Assoimmobiliare era "di circoscrivere le attribuzioni del Comitato Consultivo ai seguenti casi:

- a) rilascio di pareri vincolanti in occasione:
  - a1) di qualsiasi operazione (investimento, disinvestimento, conferimento di deleghe gestionali o altri atti, servizi o convenzioni) in conflitto di interessi, anche solo potenziale, fra il fondo, la SGR, suoi soci ovvero società del gruppo cui essi appartengono, ovvero amministratori, direttori generali o sindaci di tali soggetti;
  - a2) dell'approvazione del Business Plan pluriennale del fondo predisposto dalla SGR e approvato dal relativo Consiglio di amministrazione, e sue successive modifiche sostanziali;
  - a3) qualsiasi operazione di investimento/ disinvestimento del fondo di valore pari o superiore al minore tra il 10% dell'attivo e 10 milioni di euro;
  - a4) rifinanziamento del fondo, ovvero individuazione di specifiche modalità operative e soglie di riferimento per l'utilizzo della leva finanziaria;
- b) rilascio di pareri consultivi anche obbligatori, ma in ogni caso non vincolanti, nelle ipotesi di:
  - b1) altre fattispecie concernenti il funzionamento del Fondo di specifico interesse dei partecipanti (es. proroga della durata, nuove emissioni di quote, etc.);
  - b2) altre situazioni previste dal regolamento di gestione del fondo ovvero ritenute, di volta in volta, rilevanti dal Consiglio di Amministrazione della SGR;
  - b3) proposte di nomina, rinnovo ovvero revoca del mandato conferito agli

Esperti Indipendenti, ed ai relativi termini e condizioni".

#### 4. I commenti di Assogestioni del 28 aprile 2010 al Documento di Consultazione Banca d'Italia

Si riporta, qui di seguito, per completezza, ma anche per le interessanti motivazioni espresse, l'analoga posizione assunta da Assogestioni, in materia di Governance dei Fondi, nel contesto della medesima procedura di consultazione avviata dalla Banca d'Italia.

In primo luogo, Assogestioni ha sottolineato che l'inserimento dei Comitati Consultivi all'interno dei Regolamenti dei Fondi "è stato uno degli elementi determinanti la scelta di adesione da parte degli investitori istituzionali" e, conseguentemente, una eccessiva compressione delle loro competenze potrebbe "scoraggiare o comprimere l'utilizzo dei fondi immobiliari quale strumento eletto all'attuazione del Piano Casa, alla realizzazione della dismissione degli immobili della difesa, e alla gestione degli immobili devoluti a regioni ed enti locali a titolo di patrimonio, in quanto rappresentano uno dei principali strumenti per poter realizzare gli interessi pubblici attraverso il coinvolgimento del settore privato ed alla creazione di fondi immobiliari specializzati in interventi di housing sociale".

In secondo luogo, un'eccessiva penalizzazione del Comitato Consultivo può scoraggiare le Casse e gli Enti Previdenziali in quanto il lento, ma costante processo di dismissione dei loro patrimoni attraverso il conferimento a fondi immobiliari, potrebbe "subire una battuta d'arresto là dove alla cassa/ente venisse negata la possibilità di avere una qualche voce in

#### NOTA

<sup>7</sup> Risposta Assoimmobiliare del 17 maggio 2010 indirizzata Banca d'Italia, Servizio Normativa e Politiche di Vigilanza, Divisione Normativa Prudenziale

capitolo nella conseguente gestione del patrimonio<sup>48</sup>.

Il Comitato Consultivo appare la sede naturale di tale coordinamento e contemperamento di interessi pubblici/privati e, pertanto, l'auspicio espresso da Assogestioni è di "evitare che i poteri del Comitato Consultivo siano notevolmente compressi e mantenere a tale organo la possibilità di intervenire sulle decisioni di gestione del Fondo in alcuni casi anche con potere di veto, senza che ciò incida sull'autonomia gestoria e sulle professionalità delle SGR che non risultano per ciò compromesse"<sup>49</sup>.

Ultima motivazione espressa da Assogestioni, ma non meno importante, è che "l'introduzione repentina sul mercato italiano di comitati con competenze consultive potrebbe rivelarsi quanto meno prematura in un contesto relativamente "giovane" quale quello italiano"<sup>50</sup>.

A conclusione di queste riflessioni, Assogestioni, nel condividere le medesime motivazioni espresse da Assoimmobiliare, ha sostanzialmente confermato il medesimo assetto di competenze sopra descritto per Assoimmobiliare.

## 5. Il Decreto Legge n° 78/2010, convertito nella Legge n° 122/2010: nuova tassazione per i "Fondi Abusivi"

In data 31 maggio 2010 il Consiglio dei Ministri ha emanato il decreto legge n° 78 del 31 maggio 2010 ("Misure urgenti finalizzate alla stabilizzazione finanziaria ed alla competitività economica", successivamente convertito nella Legge n. 122 del 30 luglio 2010) con cui sono state introdotte alcune modifiche al regime civilistico e fiscale dei Fondi. Come noto, la finalità del Decreto Legge n° 78/2010 era di "arginare il fenomeno dei

Testo Unico Finanza, D. Lgs. 58/1998 del 24 febbraio 1998, articolo 1, comma 1, lett. j	
Definizione previgente	Definizione attuale (riportante in grassetto le variazioni rispetto alla previgente)
<p><b>Art. 1</b> (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente decreto legislativo si intendono per:</p> <p>"fondo comune di investimento", il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote.</p>	<p><b>Art. 1</b> (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente decreto legislativo si intendono per:</p> <p>j) "fondo comune di investimento": il patrimonio autonomo raccolto, <b>mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.</b><sup>51</sup></p>

Tabella 1

fondi immobiliari cosiddetti "veicolo", contrastando l'utilizzo strumentale dei fondi comuni immobiliari a ristretta base partecipativa finalizzato al godimento dei benefici fiscali previsti dall'attuale normativa"<sup>52</sup>, così da preservare l'attuale regime di esenzione fiscale esclusivamente ai Fondi che consistano effettivamente in forme di gestione collettiva del risparmio. A tale fine, il Decreto Legge 78/2010 ha modificato la nozione civilistica di fondo comune di investimento immobiliare prevista dal Testo Unico Finanza n° 58/1998, specificandone la funzione economica:

- raccolta del risparmio tra una pluralità di investitori ("Principio di Pluralità");
- gestione del patrimonio raccolto, secondo una predeterminata politica di investimento;
- autonomia di gestione della SGR rispetto ai partecipanti<sup>53</sup> ("Principio di Autonomia");

e ha inviato ad un successivo

Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze (il "Regolamento MEF"), sentite la Banca d'Italia e la Consob, le norme di attuazione del Principio di Autonomia e del Principio di Pluralità. La Tabella 1 sopra riportata rappresenta le

### NOTE

<sup>48</sup> Risposta di Assogestioni alla consultazione pubblica, datata 28 aprile 2010 e indirizzata Banca d'Italia, Servizio Normativa e Politiche di Vigilanza, Divisione Normativa Prudenziale.

<sup>49</sup> Risposta di Assogestioni alla consultazione pubblica, datata 28 aprile 2010 e indirizzata Banca d'Italia, Servizio Normativa e Politiche di Vigilanza, Divisione Normativa Prudenziale.

<sup>50</sup> Risposta di Assogestioni alla consultazione pubblica, datata 28 aprile 2010 e indirizzata Banca d'Italia, Servizio Normativa e Politiche di Vigilanza, Divisione Normativa Prudenziale.

<sup>51</sup> Relazione illustrativa al Decreto 78.

<sup>52</sup> Dalla comparazione delle definizioni, si rileva che è strada introdotta per la prima volta in una fonte normativa di rango primario il Principio di Autonomia della SGR.

<sup>53</sup> Così sostituita dall'art. 32, comma 1 del D.L. n. 78 del 31.5.2010, convertito in L. n. 122 del 30.7.2010 (pubblicata nel S.O. n. 174 alla G.U. n. 176 del 30.7.2010), che ha disposto la riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi.



due definizioni di Fondo Comune di Investimento Immobiliare, quella previgente e quella attuale. Il Decreto Legge 78/2010 poneva quindi un nuovo onere fiscale a carico del Fondo, ove lo stesso non avesse avuto i requisiti sopra descritti (pluralità dei partecipanti ed autonomia di gestione), ritenendo le estese competenze regolamentari del Comitato Consultivo un indice del difetto di autonomia della SGR rispetto ai propri sottoscrittori<sup>54</sup>.

Tuttavia, se la finalità anti-elusiva del Decreto 78 era indubbiamente mentona e condivisa da tutti gli operatori del settore, forti dubbi sono immediatamente sorti tra gli stessi nel ritenere le estese competenze del Comitato Consultivo indice di etero-direzione o etero-gestione

della SGR e, quindi, causa del nuovo prelievo fiscale. Nel dibattito sorto in fase di conversione in legge del Decreto Legge 78/2010 ed in vista della successiva emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze del Regolamento MEF che avrebbe dovuto dettagliare e dare contenuto al Principio di Autonomia, è intervenuta Assoimmobiliare con una proposta di emendamento<sup>55</sup>, nella quale ha confermato:

*"la condivisione dell'obiettivo generale di impedire l'uso improprio dello strumento fondo immobiliare e di evitare usi impropri ed elusivi dei fondi immobiliari"*, precisando che:

*"è necessario preservarne l'operatività potenziandone le capacità operative come collettori di risparmio e investitori verso impieghi in immobili destinati allo svolgimento di attività economiche (uffici, alberghi, logistica, centri commerciali, industria, etc.) ed anche in vista dei nuovi compiti che in prospettiva potrebbero svolgere in campi come l'Housing sociale, il federalismo demaniale, lo sviluppo infrastrutturale o l'attuazione di grandi programmi di riqualificazione urbana e recupero del territorio"*

Nella medesima proposta di emendamento, Assoimmobiliare ha poi rammentato che *"la soppressione degli organi di rappresentanza degli investitori nei fondi immobiliari non quotati e in controtendenza con quanto avviene nel resto del mondo le perdite subite dagli investitori istituzionali a seguito della crisi li ha resi ancor più attenti e vicini alla gestione dei loro investimenti"*, proponendo, infine, in un'ottica di equo bilanciamento tra il Principio di Autonomia delle SGR e l'esigenza di

adeguata rappresentatività degli investitori, *"il mantenimento del Comitato Consultivo con rilascio da parte del medesimo solo di "non binding opinion" ad eccezione di (i) materia in conflitto di interesse e (ii) modifica delle strategie di investimento e gestione."*

## **6. Schema di Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze: la prossima definizione del "Principio di Autonomia" sulla base della bozza in consultazione e dei recenti commenti**

In data 7 aprile 2011, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha pubblicato – a fine di Consultazione per tutti gli operatori del settore - lo schema di Regolamento MEF che prevede quanto segue in materia di Finalità del Fondo (art. 3 ter) ed in materia di Principio di Autonomia delle SGR<sup>56</sup>:

### **Art. 3 ter "Finalità del Fondo:**

*"1. Il servizio di gestione collettiva del risparmio è finalizzato a realizzare lo scopo, l'oggetto e la politica di investimento del fondo indicati nel regolamento dello stesso, attraverso le scelte di gestione della SGR, che si concretizzano in operazioni di acquisto, vendita, impiego e valorizzazione, anche tramite locazione, dei beni del fondo, ferma restando la responsabilità esclusiva di quest'ultimo per le obbligazioni contratte per suo conto dalla SGR"*.

### **Art. 3-quater (Autonomia della SGR dai partecipanti del fondo)**

*1. La SGR, nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, agisce in modo autonomo e indipendente nell'interesse dei partecipanti e nel rispetto dei diritti dei creditori del fondo,*

#### **NOTE:**

<sup>54</sup> Come noto, la Legge 122/2010 è stata emendata, nella parte relativa alla fiscalità dei fondi immobiliari, dal Decreto legge 70/2011, in attesa di conversione in legge. Ampi commenti su tale tema sono oggetto di altri capitoli del presente Quaderno AIAF.

<sup>55</sup> Proposta associativa di emendamento, circolata da Assoimmobiliare in data 18 giugno alle SGR associate, inserita da Confindustria nel documento da quest'ultima sottoposto alla Commissione Bilancio del Senato, in sede di conversione in legge del Decreto legge 78/2010.

<sup>56</sup> Si rammenta che l'art. 8, comma 8 del Decreto Legge n° 70/2011 (cd "Decreto Sviluppo") pubblicato nella Gazzetta Ufficiale in data 13 maggio 2011, ha abrogato il comma 2 dell'art. 32 del Decreto Legge 78, dove si prevedeva quanto segue *"2. Il Ministro dell'Economia e delle Finanze emana, ai sensi dell'articolo 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le disposizioni di attuazione del comma 1 entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto."* Si discute se l'abrogazione di tale comma privi di effetti la procedura di consultazione avviata dal MEF sullo Schema di Regolamento MEF, rmettendone implicitamente la competenza regolamentare a Banca d'Italia (con conseguente riavvio della procedura di Consultazione Banca d'Italia del 2010). I commenti formulati nel presente contributo si applicano ugualmente ad entrambe le procedure.

in conformità con le previsioni di legge, regolamentari e del regolamento del fondo.

2. I partecipanti non possono influenzare in alcun modo la gestione operativa del fondo; in particolare ai partecipanti non può essere riconosciuto il potere di autorizzare il compimento di singole operazioni di gestione del fondo, salvo quanto disposto dal comma 4. Parimenti i partecipanti non possono opporsi alla decisione degli organi della SGR di porre il fondo in liquidazione anticipata quando la prosecuzione dell'attività danneggia i diritti dei creditori del fondo, compromettendo l'integrità patrimoniale dello stesso.
3. Per assicurare la coerenza della gestione del fondo con lo scopo, l'oggetto e la politica di investimento dello stesso, i partecipanti possono avere poteri informativi circa l'andamento del fondo e possono subordinare alla loro autorizzazione l'adozione e le modifiche dei piani strategici del fondo, intendendosi per tali quelli concernenti il piano di investimento e disinvestimento pluriennale definito dalla SGR, ferma in ogni caso la responsabilità della SGR e dei suoi organi di amministrazione e di controllo per gli atti compiuti.
4. Ai partecipanti può essere riconosciuto il potere di subordinare alla loro autorizzazione il compimento di operazioni in conflitto di interessi, ferma in ogni caso la responsabilità della SGR e dei suoi organi di amministrazione e di controllo per gli atti compiuti; nel caso in cui il conflitto di interessi riguardi uno o più partecipanti al fondo, i partecipanti coinvolti nel conflitto di interessi non possono fornire né contribuire a fornire l'autorizzazione alla SGR.
5. I poteri attribuiti ai partecipanti ai sensi

dei comma 3 e 4, sono previsti e disciplinati esclusivamente nel regolamento del fondo e in modo analitico ed esaustivo, fermo quanto previsto dal successivo Titolo V in materia di assemblea dei partecipanti. Le clausole del regolamento che definiscono le modalità di formazione della volontà dei partecipanti rispettano il principio di proporzionalità della partecipazione dei partecipanti. Le modifiche delle clausole del regolamento relative ai poteri dei partecipanti sono modificate con il consenso di tutti i partecipanti<sup>57</sup>.

Estrapolando dal testo dello schema di Regolamento MEF i principi essenziali che paiono governare il rapporto tra SGR ed investitori, segnaliamo quanto segue<sup>57</sup>:

- **"lo scopo, l'oggetto e la politica di investimento del fondo"** sono predefiniti nel Regolamento<sup>58</sup>;
- **"L'adozione e le modifiche dei Piani Strategici del Fondo"**<sup>59</sup> possono essere "autorizzati dai partecipanti" (quindi rimessi alla determinazione con efficacia giuridica vincolante degli investitori, in sede assembleare, ovvero di Comitato)<sup>60</sup>; Per Piani Strategici del Fondo, si intende quello "concernenti il piano di investimento e disinvestimento pluriennale del Fondo", escludendo tuttavia rilevanti decisioni in materia di leva finanziaria;
- Il compimento di operazioni in conflitto di interessi può essere subordinato all'autorizzazione dei partecipanti<sup>61</sup>;
- L'"influenza sulla gestione operativa del Fondo" ovvero "il compimento di singole operazioni di gestione del Fondo" sono espressamente vietate ai partecipanti al fondo;
- I partecipanti "possono avere poteri informativi circa l'andamento del Fondo";

- Quale norma di chiusura, si conferma il principio, senza eccezioni di sorta che è "ferma in ogni caso la

#### NOTE

<sup>57</sup> Lo Schema di Regolamento in consultazione, art. 3-ter e 3-quater; comma 1, conferma la gerarchia delle fonti in materia: "(a) previsioni di legge, cioè Testo Unico Finanza n° 58/1998, (b) previsioni regolamentari, cioè il Decreto Ministero del Tesoro n° 228 del 24 maggio 1999, emanato appunto ai sensi dell'art. 37 del TUF (c) il Regolamento del Fondo, redatto in ottemperanza ai criteri generali del D.D. 228/1999. A seguire, Assemblea del Fondo e, in ultimo, Comitato Consultivo. Si segnala infine che il Regolamento del Fondo non può trovare deroghe, modifiche o pattuizioni contrarie in altri documenti, ai sensi dell'art. 3 quater; comma 5 che prevede che "i poteri attribuiti ai partecipanti ... sono previsti e disciplinati esclusivamente nel regolamento del Fondo".

<sup>58</sup> Art. 3 ter; bozza Regolamento MEF.

<sup>59</sup> "L'adozione e le modifiche dei Piani Strategici del Fondo" comunque dovranno essere coerenti con lo scopo, oggetto e politica di investimento previsti nel Regolamento.

<sup>60</sup> Art. 3 quater; bozza Regolamento MEF.

<sup>61</sup> Al riguardo, si segnala un'interessante sentenza – Tribunale di Roma, Sez. IX Civile, Giudice Unico Dott. Paola Costa, Sentenza del giorno 18 febbraio 2002 – in materia di responsabilità di un intermediario finanziario mobiliare nella gestione patrimoniale per conto di un cliente, in un'operazione in conflitto di interessi. In tale sentenza, si è ribadita la responsabilità del gestore il quale, seppur autorizzato a compiere operazioni in conflitto di interessi, aveva causato una perdita economica al cliente, ed è quindi stato condannato per "omissione di adeguata informazione, assolutamente contraria ai principi normativi che regolano la materia, e quelli generali in tema di obblighi del mandatario di non compiere operazioni contrarie all'interesse del mandante". Afferma il Tribunale che "nel caso di specie, non viene in evidenza la discrezionalità tecnica dell'operatore-gestore – rivendicata dalla Banca come ambito insindacabile della propria attività – ma l'uso improprio ed assolutamente irregolare, oltre che tecnicamente errato, di tale autonomia operativa e decisionale sugli investimenti da cui, in caso di effetti dannosi, deriva la responsabilità del gestore". È interessante notare che il gestore non è stato condannato perché l'operazione in astratto era "in conflitto di interessi" ma perché, sebbene autorizzato a compiere operazioni in conflitto di interessi, l'operazione in sé, in concreto, non era nell'interesse dell'investitore e ha causato danno a quest'ultimo.

responsabilità della SGR e dei suoi organi di amministrazione e di controllo per gli atti compiuti"<sup>62</sup>;

In sintesi, se lo scopo, l'oggetto e la politica di investimento del Fondo devono essere predeterminati nel Regolamento, la SGR può condividere con gli investitori – in sede assembleare – solo l'adozione e le modifiche dei Piani Strategici del Fondo, e richiedere loro pareri con effetti vincolanti – in sede di Comitato Consultivo – esclusivamente ove vi siano operazioni in conflitto di interessi.

Ogni altra attività diversa da quelle sopra descritte rientrando nella gestione operativa del Fondo ovvero il compimento di singole operazioni di gestione del Fondo non possono essere rimesse a determinazioni vincolanti degli investitori, potendo invece rientrare nell'ordinaria informativa.

Come si può rilevare, l'attuale impostazione del Regolamento MEF, seppur non menzioni mai il Comitato Consultivo, esclude qualsiasi potere vincolante di questo organo sulle operazioni di acquisizione o dismissione immobiliare o piani di rifinanziamento del Fondo (così come invece proposto da Assoimmobiliare e

Assogestioni, nel contesto della procedura di consultazione avviata da Banca d'Italia nel marzo 2010, descritta nel precedente paragrafo 2). Rammentiamo peraltro che la previsione di tali materie tra le competenze vincolanti del Comitato Consultivo ne imporrebbe la verbalizzazione nei Libri del Comitato Consultivo, permettendo anche un controllo a posteriori, da parte degli investitori e delle autorità di controllo, sull'operato della SGR in ossequio al principio di "Tracciabilità del Processo Decisionale".

A conferma del fatto che un assetto di "governance" ragionevolmente ampio non lede l'autonomia gestionale della SGR, si segnala di recente l'interessante commento espresso da Assogestioni<sup>63</sup> sulla formulazione del Principio di Autonomia disciplinata nell'art. 3-quater del Regolamento MEF:

*"In merito all'autonomia gestionale, si rileva che i fondi aventi finalità elusive appaiono essere proprio quelli che meno necessitano di una governance ben definita e strutturata nel regolamento di gestione. Ciò in ragione del fatto che, in questi casi, la capacità dei partecipanti di determinare l'operatività della SGR avviene principalmente attraverso altre modalità (quali, ad esempio, il controllo della SGR medesima o il conferimento di mandati specifici a società riconducibili ai partecipanti al fondo). In ogni caso, la presenza di specifiche forme di governo in rappresentanza dei partecipanti non può in alcun modo ritenersi lesiva dell'autonomia gestionale della SGR, la quale rimane comunque la sola responsabile nei confronti dei partecipanti e dei terzi della propria attività di gestione".*

### • Rilevanza del Comitato Consultivo nei Fondi "Housing Sociale"

Con specifico riferimento ai Fondi di "Housing Sociale", è di rilievo segnalare interessanti commenti formulati da numerose fondazioni bancarie italiane, nel contesto della Consultazione sullo schema di Regolamento MEF, le quali, nell'attribuire rilevanza alle finalità etico-sociali di alcuni Fondi "Housing Sociale", valorizzano il ruolo decisionale del Comitato Consultivo, chiamato a valutare la compatibilità delle operazioni di investimento o disinvestimento del Fondo, con le finalità etico-sociali previste nel regolamento.

A tale riguardo, le principali Fondazioni Bancarie italiane, con formulazione pressoché uniforme, hanno espresso il seguente commento:

*"In considerazione delle finalità di carattere etico - sociale perseguite dai fondi, in cui sono presenti le Fondazioni Bancarie, è auspicabile che la politica di investimento/ disinvestimento della SGR sia conforme alla finalità perseguita e, quindi, che sia verificata da uno specifico comitato etico.*

*A tale fine per i fondi con finalità etico - sociali si propone di prevedere, al termine del comma 3 dell'art.3-quater, la presenza di un comitato etico che assicuri la coerenza della gestione del fondo con le finalità perseguite, autorizzando le principali operazioni di investimento/disinvestimento, il cui testo potrebbe essere il seguente:*

***"I fondi con finalità etico-sociali possono subordinare all'autorizzazione di un apposito comitato etico le principali operazioni di investimento/disinvestimento del fondo,***

#### NOTE

<sup>62</sup> Si rileva al riguardo la necessità di eliminare il riferimento agli organi di amministrazione e di controllo perché potrebbe erroneamente fondare un'azione diretta dei partecipanti verso tali organi, azione contrastante con il rapporto "organico", ai sensi delle norme di diritto societario, che regola la dipendenza di tali soggetti dalla società medesima.

<sup>63</sup> Documento Assogestioni circolato in data 2 maggio 2011, durante la fase di consultazione sul regolamento attuativo dell'art. 37 del TUF.

Governance ante - riforma	Governance Consultazione Banca d'Italia, Marzo 2010	Governance Consultazione regolamento MEF Maggio 2011	Ipotesi di Governance sulla base dei vari commenti formulati nelle 2 fasi di Consultazione (Consultazione Banca d'Italia Marzo 2010 Consultazione regolamento MEF Maggio 2011) da Assoimmobiliare, Assogestioni, Fondazioni Bancarie e altri operatori del Settore
<p>Il parere del Comitato Consultivo sarà vincolante, nei seguenti casi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i. qualunque operazione (di investimento o disinvestimento o altri atti) in conflitto di interessi, anche potenziale, tra il Fondo e la SGR, suoi soci o società del Gruppo cui gli stessi fanno capo o società del gruppo della SGR, o altri fondi istituiti e/o gestiti dalla SGR, ovvero amministratori, direttori generali o sindaci di tali soggetti;</li> <li>ii. proposte di investimento e/o dismissione, ristrutturazione o nuova costruzione di uno o più immobili del Fondo, almeno pari al maggiore tra Euro 5.000.000,00 e il 10% del valore dell'attivo del Fondo.</li> <li>iii. approvazione del business plan a vita intera del Fondo predisposto dalla SGR nonché delle modifiche e degli aggiornamenti dello stesso</li> <li>v. conferimenti a soggetti terzi di incarichi, anche di advisory, o deleghe, rinnovo o modificazione di incarichi, anche di advisory, o deleghe, aventi ad oggetto la prestazione di opere e/o servizi, qualora il relativo costo unitario, o annuale, sia superiore a Euro 100.000,00 (centomila/00)</li> </ul>	<p>Parere del Comitato Consultivo <b>vincolante</b> solo per operazioni in conflitto di interesse.</p> <p>Per tutte le altre materie, solo parere non obbligatorio né vincolante.</p>	<p>Parere del Comitato Consultivo <b>vincolante</b>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) per operazioni in conflitto di interesse</li> <li>(ii) L'adozione e le modifiche dei Piani Strategici del Fondo".</li> </ul> <p>Per tutte le altre materie, solo parere non obbligatorio né vincolante.</p>	<p>Parere del Comitato Consultivo <b>vincolante</b>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(iii) per operazioni in conflitto di interesse</li> <li>(iv) approvazione del Business Plan pluriennale del Fondo e successive modifiche;</li> <li>(v) qualsiasi operazione di investimento o disinvestimento di importo pari al maggiore tra il [X]% dell'attivo e [X] mln/€</li> <li>(vi) rifinanziamento del Fondo;</li> <li>(vii) verifica di compatibilità con le finalità etico-sociali del Fondo delle operazioni di investimento-disinvestimento del Fondo.</li> </ul>

Tabella 2

ferma in ogni caso la responsabilità della SGR e dei suoi organi di amministrazione e di controllo per gli atti compiuti".

• **Riflessioni sul Principio di proporzionalità**

In ultimo, si segnala che l'art. 3 quater, comma 5, del Regolamento MEF

prevede quanto segue: "le clausole del regolamento che definiscono le modalità di formazione della volontà dei partecipanti rispettano il principio di



*proporzionalità della partecipazione dei partecipanti."*

Se tale principio è indiscutibilmente applicabile all'Assemblea dei Partecipanti, significativi dubbi possono sorgere ove si intenda applicare tale regola anche alla formazione della volontà del Comitato Consultivo. Se i sottoscrittori hanno già un'adeguata rappresentatività "di tipo quantitativo" in assemblea, in quanto derivante da una equivalente sottoscrizione di quote sociali, la composizione definitiva del Comitato Consultivo, usualmente, deriva anche da una scelta della SGR di garantire un'adeguata rappresentatività "di tipo qualitativo" degli interessi rappresentati dagli investitori, a prescindere dall'ammontare sottoscritto da alcuni di essi (si immagini l'importanza di garantire agli investitori esteri o agli investitori pubblici adeguata presenza nel Comitato, anche se privi di partecipazioni rilevanti).

Analoghe riflessioni, meritevoli di attenzioni in sede di consultazione, sono state, peraltro, espresse dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital\*:

"....Secondo una prassi ampiamente diffusa a livello internazionale, gli Advisory Committee costituiti in seno ai fondi di private equity per rappresentare gli interessi degli investitori sono nominati dagli enti gestori tra i candidati proposti dagli investitori secondo criteri volti ad assicurare un sufficiente grado di

diversificazione degli interessi di cui sono portatori categorie diverse di investitori. Le maggioranze deliberative si formano in molti casi computando i voti "per testa" e non in proporzione agli impegni finanziari degli investitori rappresentati. Un autorevole documento di riferimento al riguardo sono i Private Equity Principles Version 2.0 pubblicati dall'International Limited Partners Association (ILPA) ai quali hanno dichiarato di aderire i maggiori operatori del settore.

Il principio di proporzionalità richiamato dal comma 5, se strettamente inteso, non potrebbe essere rispettato se non alterando profondamente, rispetto alle prassi di mercato e alle esigenze di snellezza operativa di questi comitati, i comuni meccanismi di nomina e di formazione delle maggioranze di voto. Inoltre, lo scarso interesse a partecipare con propri rappresentanti a questi comitati da parte di diversi investitori esporrebbe comunque la SGR al rischio di non poter rispettare il principio di proporzionalità, favorendo possibili contestazioni postume su materie delicate come la gestione di conflitti di interesse".

A conclusione delle riflessioni sopra trattate e della rassegna di commenti espressi dai più autorevoli operatori del settore in materia di Principio di Autonomia delle SGR nei rapporti con gli investitori, si riporta il tutto in Tabella 2 riportata nella pagina precedente.

#### NOTA

\* "Considerazioni AIFI sulla consultazione del Dipartimento del Tesoro sul nuovo schema di regolamento ai sensi dell'art. 37 del TUF, in attuazione dell'art. 32 comma 2 del Decreto legge n° 78/2010, convertito con modificazioni dalla legge n° 122/2010".