

LUISS Guido Carli

Dottorato di Ricerca

Economia e Tecnica della Finanza di Progetto

XXII Ciclo

*Project financing e Fondi Infrastrutturali: governance e
struttura degli sponsors complessi.*

Tutor:

Chiar.mo Prof. Francesco Capriglione

Candidato:

Agostino Papa

Roma, Marzo 2010.

INDICE

1. PREMESSA.....	5
2. IL <i>PROJECT FINANCING</i> NEI PROGETTI INFRASTRUTTURALI...12	
2.1. LE INFRASTRUTTURE.....	12
2.1.1. <i>La nozione di infrastruttura.....</i>	13
2.1.2. <i>Le infrastrutture come settore di investimento</i>	16
2.2. LE PUBLIC PRIVATE PARTNERSHIPS	18
2.2.1. <i>Le PPP ed il project financing nell'esperienza italiana.....</i>	23
2.2.2. <i>Le forme tecniche di project financing nelle opere pubbliche</i>	28
2.3. IL PROJECT FINANCING: DEFINIZIONE E AMBITO APPLICATIVO	31
2.3.1. <i>La capacità di autoliquidazione (c.d. self-liquidating).....</i>	32
(segue) le opere “calde” e le opere “fredde”.....	33
2.3.2. <i>L'esternalizzazione del progetto dal bilancio dei promotori (c.d. off-sheet balance)..</i>	37
2.3.3. <i>La realizzazione e gestione del progetto a mezzo della SPV.....</i>	38
2.3.4. <i>La separazione giuridica ed economica dalle altre iniziative dei promotori</i>	42
2.3.5. <i>I rischi del project financing.....</i>	43
(segue) i rischi relativi alla fase di precompletamento	44
(segue) i rischi relativi alla fase operativa.....	45
(segue) i rischi generali comuni.....	47
2.4. I PROMOTORI: RUOLO E TIPOLOGIE DI INTERVENTO ED INTERESSI	47
2.4.1. <i>Le diverse tipologie di promotori.....</i>	50
2.4.2. <i>(segue) I promotori “industriali”</i>	51
2.4.3. <i>(segue) I promotori pubblici.....</i>	52
2.4.4. <i>(segue) I promotori “investitori”</i>	53
2.5. I VEICOLI DI PRIVATE EQUITY COME SPONSORS “COMPLESSI”; MOLTEPLICITÀ DEGLI INTERESSI COINVOLTI E LORO COMPOSIZIONE	55
3. I FONDI INFRASTRUTTURALI	62
3.1. LO SVILUPPO DEI FONDI INFRASTRUTTURALI	62
3.1.1. <i>L'andamento del mercato internazionale</i>	64
(segue) analisi della segmentazione di mercato.....	68
3.1.2. <i>Le forme organizzative degli operatori internazionali: le LPs.....</i>	71

3.1.3.	<i>L'esperienza italiana: la situazione di mercato</i>	77
3.2.	LA VIA ITALIANA: IL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO CHIUSO	81
3.2.1.	<i>Le diverse tipologie di fondi</i>	83
3.2.2.	<i>In particolare: i fondi di tipo chiuso</i>	87
	(segue) i fondi riservati.....	90
	(segue) i fondi speculativi.....	94
3.3.	I SOGGETTI COINVOLTI NELLA PRESTAZIONE DEL SERVIZIO; LA SGR.....	96
	(segue) l'assetto organizzativo e procedurale interno.....	103
	(segue) il processo di investimento	109
	(segue) i conflitti di interessi.....	116
3.3.1.	<i>La banca depositaria e la società di revisione</i>	117
3.3.2.	<i>Le Autorità di Vigilanza</i>	120
3.4.1.	<i>La politica di investimento</i>	125
3.4.2.	<i>Le modalità di partecipazione al fondo</i>	131
	(segue) la sottoscrizione delle quote ed il richiamo dei versamenti.....	131
	(segue) l'inadempimento del partecipante	133
	(segue) la cessione delle quote	135
3.4.3.	<i>Le classi di quote del fondo</i>	137
3.4.4.	<i>Le commissioni della SGR e la ripartizione di costi ed oneri</i>	143
3.4.5.	<i>La cascata dei pagamenti</i>	148
3.4.6.	<i>L'informativa ai partecipanti</i>	153
3.4.7.	<i>Governance del fondo e prerogative dei partecipanti</i>	154
	(segue) l'Assemblea dei Partecipanti.....	158
	(segue) l' <i>Advisory Committee</i>	159
	(segue) le <i>key man clauses</i> e le situazioni di blocco	161
	(segue) la sostituzione della SGR	162
3.5.	FONDI ESTERI E ITALIANI: PRINCIPI ILPA E DIRETTIVA AIFM	164
3.5.1.	<i>La best practice di mercato: principi ILPA</i>	164
3.5.2.	<i>La proposta di direttiva AIFM</i>	168
3.6.	F2i SGR S.p.A. ED IL FONDO ITALIANO PER LE INFRASTRUTTURE	172
4.	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	177
	BIBLIOGRAFIA	181

1. Premessa

La realizzazione delle opere pubbliche ha costituito, fin da sempre, uno degli obiettivi primari e delle attività tipiche delle pubbliche amministrazioni. Peraltro, gli scopi perseguiti sono stati, nel tempo, i più eterogenei: dall'esaltazione dell'autorità committente o di un'ideologia, alle esigenze belliche e difensive, fino ad arrivare alle finalità prettamente economiche, commerciali o finanziarie.

Fra tali ultime rientra anche l'attrazione degli investimenti internazionali e l'esportazione dei beni e dei servizi prodotti dal sistema Paese. La liberalizzazione dei movimenti di capitali e beni, da un lato, e la diminuita importanza delle risorse naturali e delle materie prime, dall'altro, hanno reso predominante – nelle valutazioni di investimento e nella competizione industriale – la presenza, accanto agli elementi di competitività generale, delle cosiddette “*esternalità*”.

Per tali si intendono, in buona sostanza, sia l'efficienza degli apparati burocratici ed amministrativi, sia soprattutto – e per quanto qui interessa – la presenza di infrastrutture moderne e funzionali.

Gli investimenti in infrastrutture rivestono un ruolo assolutamente strategico all'interno dello sviluppo sociale ed economico di un Paese: un'adeguata dotazione di infrastrutture fisiche e logiche, al pari di altri fattori interni all'economia, quali l'innovazione tecnologica, la formazione del capitale umano e l'attività di ricerca e sviluppo, ha infatti un impatto importante sulle dinamiche di crescita di un'economia nazionale. Nel medio e lungo periodo, l'efficienza infrastrutturale si traduce in importanti risparmi di costi e di tempi, con evidenti vantaggi di produttività per le aziende ed impatti positivi sul prodotto interno lordo del paese. Inoltre, anche nel breve periodo, gli effetti diretti, indiretti e indotti che si producono nella fase di realizzazione delle opere costituiscono una rilevante opportunità a livello occupazionale.

Sotto altro profilo, poi, nuove infrastrutture significano servizi migliori e, dunque, miglioramento della qualità della produzione industriale e, in ultima analisi, anche della vita dei cittadini. Da un punto di vista squisitamente politico, esse possono

incidere, peraltro, sulla stabilità dell'elettorato e sulla capacità di rielezione. E di tale scenario, la politica dei Paesi sviluppati è fortemente consapevole.

Quanto precede aiuta a comprendere la crescente pressione che negli ultimi anni è andata accumulandosi, a livello mondiale, per il recupero del *gap* di dotazione infrastrutturale rispetto ai Paesi più avanzati e nei diversi settori di intervento, così come per l'ammodernamento delle infrastrutture esistenti. Tale istanza, accompagnata dall'esigenza, via via sempre più pressante, di contenimento della spesa pubblica e di riduzione del livello del debito pubblico, ha portato a cercare nuove modalità per finanziare e gestire le opere infrastrutturali, stimolando i capitali e le capacità imprenditoriali dei privati e contribuendo allo sviluppo internazionale della finanza infrastrutturale.

Si è assistito, anzitutto, al fenomeno delle privatizzazioni, finalizzate alla ricerca di una maggiore efficienza in settori tradizionalmente monopolizzati dallo Stato. Con i processi di privatizzazione, tutti i Paesi hanno disciplinato la concorrenza e privatizzato la gestione di molti servizi di pubblica utilità, quali la produzione e la somministrazione dell'energia e degli altri principali servizi pubblici a tariffa (acqua, trasporti, reti, rifiuti, TLC). Le privatizzazioni hanno portato sul mercato imprese e attività in precedenza gestite e finanziate dallo Stato, ampliando così gli spazi di mercato "secondario" in cui può risultare utilmente impiegabile la finanza privata.

Il richiamato bisogno di nuove infrastrutture ha richiesto un'evoluzione operativa, oltreché ovviamente normativa, delle modalità di finanziamento degli interventi e delle modalità di aggregazione e promozione delle possibili iniziative.

Il rischio elevato associato a molte di queste iniziative, i rilevanti capitali necessari per il loro finanziamento e l'esigenza di coniugare esperienze imprenditoriali diverse, hanno fatto sì che, per la realizzazione di nuovi investimenti, si affermasse la formula del partenariato pubblico privato e, con esso, la tecnica del *project financing*.

Un modello di sviluppo basato sulla cooperazione tra il settore pubblico e quello privato per la realizzazione delle opere infrastrutturali – noto a livello internazionale proprio con l'acronimo PPP, ossia *Public Private Partnership* – è potenzialmente idoneo, infatti, a consentire il perseguimento di obiettivi di sviluppo ambiziosi, senza

compromettere, però, le imprescindibili istanze di contenimento dell'indebitamento pubblico¹. Peraltro, l'utilizzo del *project financing* per il finanziamento e la gestione privata di infrastrutture e servizi economici di pubblica utilità si riflette positivamente anche sugli utenti di pubblici esercizi, cioè su tutti i cittadini che potranno beneficiare della maggiore efficienza e, quindi, (almeno indirettamente) di un più contenuto costo dei servizi pubblici.

La tecnica del *project financing* – che guarda alla bontà della idea progettuale più e prima che alla solidità patrimoniale del promotore della stessa – è in grado, se correttamente applicata, di facilitare l'individuazione di un equilibrio fra il contenimento dell'indebitamento pubblico e l'incremento della dotazione infrastrutturale, mediante il coinvolgimento di finanziatori ed operatori privati nella realizzazione e gestione di quelle opere pubbliche, “calde” o “tiepide”², che sono in grado di produrre – autonomamente o con il supporto di una contribuzione pubblica – ritorni finanziari idonei a coprire i costi di costruzione e gestione, a servire il debito ed a remunerare convenientemente il capitale investito.

Per questa sua valenza e per la caratteristica tipica consistente nella limitazione del rischio assunto dai promotori dell'iniziativa, il *project financing* delle opere infrastrutturali sta assumendo forti connotazioni di interesse anche per gli investitori istituzionali, in una logica prettamente finanziaria.

In realtà, l'*asset* infrastrutturale costituirebbe, *per sé*, un investimento di potenziale interesse sia per i maggiori investitori istituzionali che per gli altri soggetti interessati ad una diversificazione del rischio di portafoglio, tenuto conto della relativa rigidità della domanda e degli altri elementi che lo caratterizzano. Se, infatti, la politica di diversificazione del portafoglio è considerato come il miglior modo per assicurare che, complessivamente, l'investitore mantenga una *performance* positiva, tuttavia, persino un investitore estremamente diversificato solo in *assets* tradizionali (azioni e obbligazioni) potrebbe scontare risultati negativi; e ciò, ad esempio, nel caso di mercati in recessione e tenuto conto degli effetti della globalizzazione (che

1 Secondo una stima elaborata dall'OCSE, nel prossimo decennio le infrastrutture svilupperanno, nel mondo, un giro di affari di circa 2 miliardi di dollari all'anno.

2 Per la distinzione, cfr. par. 2.3.1 che segue.

amplificano le reazioni economiche “a catena” e portano ad una rapida diffusione fra gli operatori delle percezioni e delle convinzioni sull’andamento dei mercati). Da ciò, un crescente interesse degli investitori ad inserire nei propri portafogli di investimento *assets* alternativi, “non correlati” all’andamento dei mercati o degli indici di borsa.

Ovviamente, alla natura “alternativa” dell’investimento si connette, da un lato, la necessità di una competenza specifica per l’individuazione e la selezione delle possibili opportunità offerte dal mercato e, dall’altro, mediamente, un taglio maggiore degli investimenti da effettuare³, che incidono sull’accesso a questo mercato. La settorialità delle iniziative, le specifiche professionalità e competenze richieste, nonché le dimensioni di investimento e l’incidenza del rischio paese, limitano il numero di soggetti in grado di assumere direttamente il rischio di investimento e di sostenerne il costo, se non in presenza di specifiche motivazioni (industriali o pubbliche) che eccedano quelle “speculative” o finanziarie.

A tale potenziale domanda di servizi gestionali non poteva restare indifferente l’industria del risparmio gestito: così gli operatori di *private equity* – ed in particolare i gestori collettivi del risparmio attivi in tale settore – hanno prima cominciato ad inserire nei loro portafogli in gestione *assets* infrastrutturali, in una logica appunto di diversificazione di portafoglio, per poi sviluppare un’offerta di prodotti specializzati nell’investimento in infrastrutture, i c.d. fondi infrastrutturali.

I fondi infrastrutturali, la cui evoluzione nel corso degli ultimi anni ha rappresentato uno dei fenomeni più significativi nell’ambito del *private equity* e del risparmio gestito in generale, si pongono certamente quali strumenti privilegiati per veicolare risorse private a favore del sistema infrastrutturale, entrando nel contesto delle operazioni di

³ Solo a titolo di esempio, si potrebbe pensare alla differenza fra l’investimento in una società quotata, possibile in via ordinaria anche con il taglio minimo previsto dalle regole di quotazione applicabili, e quello in una società non quotata, dove invece ordinariamente chi si avvicina all’operazione acquista dalla controparte un significativo pacchetto azionario di minoranza o maggioranza. Stesso discorso per gli investimenti nel settore immobiliare, rispetto a quelli in strumenti finanziari quotati.

project financing in veste di “promotori” o “*sponsors*” qualificati dalla pluralità di interessi che rappresentano⁴.

I fondi infrastrutturali offrono, professionalmente, agli investitori interessati agli investimenti in tale settore,

- (i) competenze professionali nella fase di individuazione e valutazione delle possibili operazioni,
- (ii) parcellazione e regolazione del rischio di investimento, attraverso la partecipazione a più operazioni,
- (iii) accesso ad iniziative e progetti con dimensioni significative, non raggiungibili singolarmente dagli investitori,
- (iv) ritorni allineati a quelli dell’investimento diretto nel settore, e
- (v) per quella parte di investitori interessati, vantaggi indiretti derivanti dalle possibilità di co-investimento o di partecipazione ad altro titolo (come finanziatori, *advisors*, *etc.*) alle medesime iniziative cui partecipa il fondo infrastrutturale di cui gli stessi investitori detengono le quote.

La forma tecnica di tali strutture di investimento, attive – come si vedrà – nel ruolo di promotori-investitori ed in quello di *advisors* e consulenti, varia nei diversi casi, in ragione della disciplina giuridica applicabile nell’ordinamento di appartenenza. In ogni caso, la necessità di raccogliere investitori istituzionali e locali ha portato all’emersione di caratteri *standard*, riconducibili al paradigma della *limited partnership* di diritto anglosassone e, ovunque, alla dissociazione fra i soggetti gestori, gli *sponsors* del veicolo/fondo e gli investitori terzi che aderiscono all’iniziativa, così da consentire una regolazione efficace dei rapporti fra gli stessi.

Anche in Italia, dove forte è la domanda di infrastrutture e scarse sono le risorse pubbliche impiegabili, sono stati recentemente istituiti dei fondi comuni di investimento specializzati nel settore infrastrutturale. La contestuale presenza di un

⁴ I fondi infrastrutturali sono stati definiti come “*soggetti imprenditoriali moderni, in grado di aggregare risorse finanziarie importanti, per sviluppare politiche industriali adeguate ad un’economia globalizzata*”. Così V. Gamberale, intervento al convegno “*Pubblico e privato per il rilancio delle infrastrutture*”, La Spezia, 2007, in www.primocanale.it.

gestore professionale e di investitori finanziariamente evoluti, con finalità e logiche di ritorno diverse (“speculative”, “industriali” e “pubbliche”), di diverse nazionalità e culture giuridiche, ha richiesto uno sforzo sensibile di adattamento della struttura nazionale (basata sul binomio SGR-fondo e fortemente vigilata da parte delle Autorità pubbliche di settore) alla prassi internazionale, ampiamente riscontrabile alla luce degli elementi che saranno approfonditi nel prosieguo del presente lavoro e giustificata dalla necessaria ricerca di un nuovo equilibrio rispetto a quello tradizionalmente proprio dei fondi comuni di investimento. Le istanze e le esperienze degli investitori internazionali hanno così trovato composizione negli spazi di autonomia concessi dalla disciplina nazionale, primaria e secondaria, applicabile alla gestione collettiva del risparmio in fondi.

A fronte della maggiore semplicità dei regolamenti di gestione dei fondi comuni più risalenti o destinati agli investitori *retail*, dove gli stessi hanno un ruolo assolutamente passivo, sono ad oggi presenti sul mercato nazionale regolamenti che presentano assetti di equilibrio assolutamente paragonabili ai *partnership agreement* delle esperienze internazionali.

Di questa evoluzione dei regolamenti di gestione dei fondi comuni di investimento attivi nel comparto infrastrutturale si occupa la seconda parte del presente lavoro, ricostruendo ed analizzando – dopo un’esposizione necessariamente sintetica delle caratteristiche e dei limiti normativi della disciplina applicabile alle SGR e dei requisiti organizzativi delle stesse – le clausole specifiche che trovano o possono trovare ingresso nei regolamenti dei fondi infrastrutturali.

E ciò al fine preciso di delimitare i parametri di riferimento per la costruzione di una struttura equilibrata, che possa favorire l’aggregazione in un unico soggetto “complesso” di diversi investitori e di diverse finalità, raccogliendo risorse utili a fare da volano, in qualità di promotore, per lo sviluppo di nuovi progetti infrastrutturali.

In questo senso vengono esaminate, in concreto, le politiche ed i limiti di investimento dei fondi, le modalità di partecipazione agli stessi e le possibili diversificazioni costruibili nelle posizioni degli investitori, attraverso la creazione di

specifiche classi di quote, le distribuzioni di utili e rimborsi ai partecipanti e le prerogative di controllo e monitoraggio dell'investimento dagli stessi attivabili.

Infine, la rilevanza della professionalità del gestore – cui sono in ultima analisi affidate tutte le scelte di investimento e disinvestimento, il monitoraggio delle iniziative in cui è impiegato il patrimonio del fondo, nonché l'apporto, alle società che realizzano o gestiscono le iniziative in rilievo, di competenze e supporto specialistici – porta in attenzione anche le dinamiche di incentivazione e fidelizzazione del *management* aziendale, realizzate attraverso la compartecipazione del gestore e del suo management al rischio dell'investimento (anche sotto il profilo della politica di remunerazione), nonché le criticità connesse alla sua sostituzione.

A tale analisi generale fa seguito l'esame delle caratteristiche della F2i SGR S.p.A. – società di gestione del risparmio indipendente, partecipata da grandi banche italiane ed internazionali, dalla Cassa Depositi e Prestiti e da Fondazioni Bancarie e Casse Previdenziali italiane – e del fondo “F2i – Fondo Italiano per le Infrastrutture”, da questa istituito e gestito, quale principale esperienza italiana del settore.

2. Il *Project Financing* nei progetti infrastrutturali.

2.1. Le infrastrutture

L'andamento futuro delle economie mondiali, tanto industrializzate che in via di sviluppo, dipende fortemente ed in via diretta dalla presenza, realizzazione e ammodernamento di adeguate infrastrutture a sostegno della crescita e dello sviluppo sociale. Le infrastrutture non rappresentano, infatti, un fine, ma un mezzo idoneo ad assicurare la fornitura di beni e servizi alle imprese e ai cittadini, in modo da promuovere crescita, benessere e qualità della vita per l'intero sistema Paese interessato dall'opera infrastrutturale.

Entro il 2030, le stime mondiali prevedono investimenti infrastrutturali annuali necessari per l'elettricità, il trasporto stradale e ferroviario, le telecomunicazioni e l'acqua, comunque superiori al 2,4% del prodotto interno lordo mondiale.

Una gran parte di questi investimenti saranno effettuati in quelle aree economiche in via di sviluppo, laddove Paesi quali la Cina, l'India e il Brasile spenderanno miliardi di dollari in infrastrutture per sostenere le loro economie in crescita e soddisfare le crescenti aspirazioni delle proprie popolazioni.

In ogni caso, a dispetto dei più bassi tassi di crescita economici dei prossimi decenni, anche nei paesi a più elevata industrializzazione, dovranno mantenersi livelli ingenti di investimenti infrastrutturali, per mantenere, migliorare o cambiare le infrastrutture esistenti (spesso obsolete o insufficienti rispetto ai bisogni nazionali), al fine di preservare la competitività internazionale del sistema Paese e del mercato interno.

Inoltre, anche in risposta alla recentissima crisi economico-finanziaria, è ragionevole attendersi un rilancio ulteriore dei progetti infrastrutturali e delle grandi opere, come sostegno e volano della ripresa economica⁵.

⁵ Sugli effetti e le caratteristiche della crisi attuale, in confronto con quella del 1929, si veda F. Capriglione, *Crisi a Confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, p. 4. L'A. rileva che “è

La correlazione fra le infrastrutture e la crescita del prodotto interno lordo *pro capite* è assolutamente chiara: si pensi, ad esempio, alle infrastrutture di trasporto e alla correlazione fra il miglioramento di queste, la crescita del numero di automobili e l'aumento del PIL nazionale. Così, l'enorme crescita attesa di numerosi paesi emergenti (i BRIC, Cina, Russia, India, Brasile, etc.) si rifletterà indubbiamente in un massiccio incremento delle infrastrutture di trasporto⁶.

Allo stesso modo, con riferimento all'Europa, uno studio di KPMG mostra una crescita, tra il 2008 ed il 2012, degli investimenti in infrastrutture di trasporto intorno al valore medio del 4-5%⁷.

2.1.1. La nozione di infrastruttura

La nozione di “infrastruttura” deve essere allineata, ai fini che qui interessano, con la definizione ampiamente riconosciuta dalla recente letteratura economica⁸, secondo la quale rientrano in tale categoria tutte le opere pubbliche – strade, ferrovie, canali, porti, aeroporti, acquedotti, reti elettriche e del gas, scuole, università, ospedali, musei e teatri, impianti sportivi, edilizia pubblica, impianti di smaltimento dei rifiuti e via dicendo – sia economiche, a supporto dei sistemi produttivi (*economic overhead capital*), che sociali, a sostegno del benessere dei cittadini (*social overhead capital*). Un'infrastruttura è, quindi, definibile come “*qualsiasi sistema che connette A con B*”, oppure come un “*asset permanente che una società richiede per facilitare l'ordinaria operatività della propria economia*”.

In altri termini, è infrastruttura un insieme di elementi – fisici e non, proprietari, in concessione o con diritti di utilizzo differentemente configurati dal punto di vista giuridico – organizzati in modo da formare, nel loro complesso, una struttura

ormai irrinunciabile la riferibilità alla logica del mercato, affermatasi a seguito di un processo evolutivo che è durato oltre mezzo secolo, per cui necessita assumere un atteggiamento di massima cautela nella definizione di modifiche disciplinari che aiutino a superare l'attuale crisi?

⁶ Sul punto, stime governative prevedono, ad esempio, un investimento totale per strade, nella sola Cina, intorno ai 210 miliardi di dollari dal 2008 al 2010.

⁷ Fonte: *Global infrastructure: Trend Monitor. European Transport Edition: Outlook 2008-2012*, KPMG, Giugno 2008.

⁸ M. Nicolai e F. Castaldo, *I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture*, in *Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio*, AIFI, Milano, 2007, n. 16, anno 4, p. 6.

funzionante per uno scopo preciso, di interesse pubblico o, comunque di utilità sociale. Rientrano, a titolo esemplificativo nella nozione di infrastruttura quantomeno:

- quelle di trasporto di persone e merci (aereo, ferroviario, fluviale, marittimo e stradale): porti, aeroporti, ferrovie (ivi incluse le concessioni di trasporto ferroviario), tunnel e ponti a pedaggio, strade e autostrade, trasporto urbano e metropolitano, ecc.
- le *utilities* e le reti di trasporto di elettricità e gas: reti di trasporto e distribuzione di elettricità e gas, stoccaggio del gas, terminali di rigassificazione;
- le altre reti (a) di trasporto e distribuzione (acqua, etc.), e (b) media e di telecomunicazione (quali torri e ripetitori di segnale, reti via cavo, infrastrutture satellitari, etc.);
- le centrali e gli impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili (solare, eolico, biomasse o altro) e tradizionali; nonché
- le strutture che offrono servizi pubblici locali e, più in generale, le infrastrutture sociali (ospedali e cliniche, parcheggi, riqualificazione urbana e ambientale, smaltimento e trattamento rifiuti, fiere, carceri e case circondariali).

In questo senso, non assume rilevanza tanto, a fini definitivi, la natura fisica o logica dell'infrastruttura o degli elementi che la compongono, né il peso di tali componenti, quanto piuttosto l'attitudine della struttura nel suo insieme (fisica e/o logica) a creare, facilitare o rendere possibile un canale di interconnessione e/o trasporto, una "rete" (di merci, persone, dati, *etc*), locale o di maggiori dimensioni e profilo, un servizio pubblico o di pubblica utilità ed interesse.

A tale infrastruttura sono riconducibili tutti gli elementi che la connotano o la rendono possibile e funzionante, ivi incluse le licenze e concessioni, anche pubbliche, che sono alla base della realizzazione dell'infrastruttura stessa, o sono imprescindibili per il suo utilizzo.

All'infrastruttura accedono, poi, attività correlate ed accessorie, che si caratterizzano proprio per lo sfruttamento dell'infrastruttura sottostante e per la fornitura di servizi

che sulle caratteristiche della stessa fanno perno. Qualora, poi, tali servizi dovessero essere a loro volta caratterizzati da profili organizzativi propri e specifici, da *standard* di sicurezza e colloquio, idonei a consentire non il semplice utilizzo delle caratteristiche dell'infrastruttura primaria, ma l'accesso a canali e modalità di interconnessione e trasporto ulteriori, tali servizi potrebbero a loro volta qualificarsi come “reti” e, dunque, infrastrutture (seppur non fisiche). Questo è il caso della rete *internet* e delle ulteriori e specifiche reti che, comunque “derivate” dalla prima, forniscono specifici canali di interconnessione e colloquio.

Sulla base di quanto sopra, può concludersi che la definizione di infrastruttura ha natura dinamica, modificandosi in correlazione diretta con l'evoluzione tecnica e tecnologica e con il settore o comparto merceologico o industriale cui si fa riferimento. In generale, comunque, le infrastrutture sono divise in due macro categorie:

- le “*infrastrutture economiche*”, che comprendono generalmente i settori trasporti (autostrade, aeroporti, porti, ferrovie), energia (distribuzione e generazione di gas ed elettricità), acqua (irrigazione e trattamento dell'acqua) e comunicazioni (torri di comunicazione, satelliti, reti in fibra ottica), e
- le “*infrastrutture sociali*”, che comprendono scuole, ospedali, carceri.

Inoltre, in ciascuna infrastruttura, sono a grandi linee presenti i seguenti elementi chiave:

- (i) l'opera fornisce un servizio base essenziale per una comunità;
- (ii) vengono prodotti flussi di cassa prevedibili e stabili nel lungo periodo, generalmente legati all'inflazione grazie ai meccanismi tariffari con cui sono remunerate le reti;
- (iii) si ha una domanda rigida e, al massimo crescente, guidata dalla crescita demografica e del PIL;
- (iv) sono richiesti forti investimenti di sviluppo e manutenzione, ma ha costi operativi bassi in relazione ai ricavi prodotti;

- (v) si ha una gestione operativa relativamente semplice in relazione a quella di altre attività o settori industriali;
- (vi) si ha una scarsa sensibilità ai cicli operativi delle materie prime ed alle loro variazioni di prezzo;
- (vii) l'opera ha una vita utile medio-lunga; e
- (viii) l'opera presenta un vantaggio strategico e competitivo nei confronti dei servizi concorrenti, rendendo possibile una comunicazione, un'interconnessione o una produzione prima non possibile (o non possibile al medesimo livello di costo-rendimento).

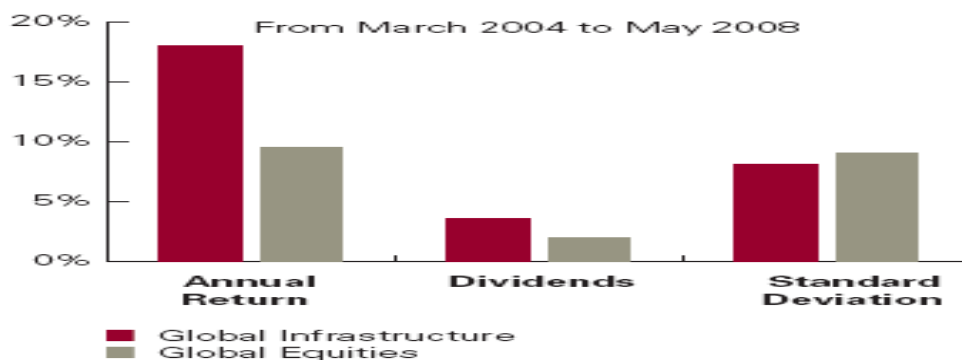
2.1.2. Le infrastrutture come settore di investimento

Negli ultimi decenni si è assistito ad un crescente trasferimento di beni infrastrutturali - strade, ferrovie, ponti, porti, aeroporti, dighe e trafori - dal settore pubblico a quello privato. A causa delle sempre più stringenti esigenze di bilancio, i governi nazionali ricorrono in maniera massiccia alla finanza privata per trovare soluzioni alla scarsa manutenzione e alla necessità di sviluppo e rinnovo delle loro reti infrastrutturali. Inoltre, l'avvio di ambiziosi programmi di crescita e privatizzazione in paesi in via di sviluppo o, comunque, in paesi prima chiusi a tale possibilità operativa (si pensi alle nazioni dell'Est Europa) ha dato ulteriore impulso a questo fenomeno, aprendolo a nuovi mercati.

Da notare, anche, come molte agenzie di sviluppo multilaterali esercitino pressioni affinché gli investimenti e la finanza privata abbiano un ruolo crescente nella soluzione dei problemi economici dell'Africa, dell'Asia e di altre nazioni meno sviluppate, anche tramite l'intervento diretto nella fornitura di infrastrutture di base come quelle idrica, elettrica e dei trasporti⁹.

⁹ Ciò "induce a guardare con favore scenari futuri nei quali ampio spazio deve essere riservato alla liberazione dal bisogno, la cui realizzazione è stata ritenuta possibile attraverso un processo di trasformazione sociale fondato sulla conoscenza". Così F. Capriglione, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, p. 26. Per una riflessione sulle relazioni tra economia, società ed istituzioni e sul ruolo della solidarietà

Sotto un profilo più marcatamente finanziario, gli investimenti in infrastrutture (complice anche l'instabilità dei mercati finanziari) hanno assicurato, negli ultimi anni, rendimenti mediamente superiori rispetto a quelli delle *global equities* e dei *bonds* pubblici¹⁰. Come mostrato nella figura sotto, infatti, le infrastrutture garantiscono maggiori rendimenti, una maggiore distribuzione di dividendi, e una minore volatilità del mercato azionario¹¹.



La lunga durata dell'investimento e la possibilità di ritorni prevedibili e stabili, protetti dall'inflazione (grazie ai meccanismi tariffari che regolano l'utilizzo delle opere infrastrutturali), si sposano con l'orizzonte e le necessità di investimento di molte tipologie di investitori, in particolare quelli con caratteristiche istituzionali, quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione e riassicurazione, ma anche i grandi investitori istituzionali¹², inizialmente spinti dalla necessità di diversificare i propri portafogli di investimento, soprattutto dopo lo scoppio dell'ultima crisi di mercato.

nell'attenuazione delle regole economiche si veda anche A. Fazio, *Razionalità economica e solidarietà*, Bari, 1996.

¹⁰ Cfr., per maggiori dati sul punto, lo studio "UBS Investment Research, *Q-Series: Infrastructure & Utilities, 2006*". Anche confrontando le performance ottenute da giugno 2000 a marzo 2008 da uno dei principali indici del mondo delle infrastrutture (UBS Global Infrastructure) con quelle ottenute dal benchmark azionario mondiale MSCI World, le prime sono risultate nettamente superiori. Durante la crisi finanziaria avvenuta tra il 2000 e il 2003, ad esempio, mentre il MSCI World Index perdeva circa il 30%, l'UBS Infrastructure Index cresceva del 17%.

¹¹ Fonte: Lazard, Macquarie, FTSE, S&P.

¹² Le tensioni geo-politiche del mercato energetico, che hanno portato ad una definizione della mappa degli approvvigionamenti, e l'emersione del business delle energie alternative da fonte rinnovabile, hanno generato l'afflusso nel settore delle infrastrutture energetiche di una notevole liquidità proveniente da investitori istituzionali.

In ultima istanza, quindi, la combinazione – propria dell'*asset* infrastrutturale – tra stabilità dei flussi di cassa, bassa volatilità dei rendimenti e scarsa correlazione con altre forme di investimento, definisce un bene alternativo estremamente interessante per gli investitori istituzionali, che può puntare ad una presenza sempre più consistente di questi ultimi nel settore

Alla domanda di investimento di tali soggetti hanno risposto, come si vedrà meglio in seguito, gli operatori del risparmio gestito e quelli di *private equity* in particolare.

Questi soggetti, intervenendo quali promotori nelle iniziative di *project financing* infrastrutturale, rispondono alle esigenze di investimento dei propri sottoscrittori/soci, ma così agendo finiscono anche per soddisfare un'esigenza pubblica di infrastrutturazione, favorendo la progressiva migrazione delle opere pubbliche verso l'iniziativa ed il controllo privato e la ridefinizione in senso “industriale” delle reti mondiali.

2.2. Le *Public Private Partnerships*

Il problema più rilevante che si pone per la realizzazione di un'opera pubblica è, sicuramente, quello della fattibilità economica della stessa.

Storicamente, proprio a causa delle grandi dimensioni dei progetti e degli ingenti investimenti necessari, le infrastrutture sono state finanziate, costruite, possedute e gestite dagli Stati. Negli ultimi tempi, invece, a causa della riduzione dei *budget* pubblici e delle aumentate esigenze di una popolazione in continua crescita in tutto il mondo, tali investimenti sono quasi sempre accompagnati dalla formazione delle cosiddette *Public Private Partnerships* (PPP): si tratta di sistemi contrattuali in cui un servizio pubblico, o una iniziativa privata, vengono finanziati e resi operativi attraverso una *partnership* tra la Pubblica Amministrazione e una o più aziende private.

La categoria del partenariato pubblico-privato include, quindi, tutti quei fenomeni di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato in cui l'esigenza del primo di realizzare un'opera pubblica, o di pubblica utilità, trova attuazione attraverso

l'affidamento, totale o parziale, al settore privato delle fasi di progettazione, realizzazione, gestione e finanziamento¹³.

La Pubblica Amministrazione entra, così, in una logica di progettazione finanziaria che la spinge alla ricerca di innovazioni nel finanziamento degli investimenti infrastrutturali: diviene necessaria l'adozione di nuovi strumenti, tecniche e soluzioni volte a creare occasioni per condividere costi, complessità, risorse e rischi del progetto. La realizzazione di opere pubbliche con il ricorso a capitali privati, ove correttamente progettata, può, infatti, costituire uno strumento per realizzare quel necessario contenimento delle risorse pubbliche da destinare agli investimenti in infrastrutture ed opere pubbliche in genere.

Sempre più spesso il ricorso allo strumento della finanza di progetto risulta essere, perciò, la strada indicata dai diversi livelli di governo per il finanziamento delle infrastrutture pubbliche e di pubblica utilità, nella necessità contingente delle amministrazioni pubbliche di ricorrere agli investimenti privati al fine di realizzare quel difficile contemperamento tra la crescente carenza di fondi pubblici – che avanza parallelamente alla crescita del debito pubblico – e la necessità di rispondere alla domanda infrastrutturale, funzionale al soddisfacimento dei bisogni dei cittadini ed al sostegno dello sviluppo economico¹⁴.

13 La necessità della Pubblica Amministrazione di attivare flussi di investimenti per garantire l'erogazione dei servizi pubblici alla collettività, dati i vincoli sulla finanza pubblica e le limitate risorse finanziarie a disposizione per la loro implementazione, ha imposto un mutamento delle modalità di intervento e di approccio dei soggetti pubblici alla realizzazione delle opere pubbliche e di pubblica utilità. Si è assistito, dunque, negli ultimi anni, a un progressivo passaggio da modalità dirette di finanziamento e di gestione delle infrastrutture ad un maggiore coinvolgimento dei privati; correlativamente, il soggetto pubblico è andato acquisendo il ruolo di regolatore del sistema, in una logica di *structural regulation* (cioè di controllo sui risultati e non sui processi), puntando all'attivazione di strumenti c.d. di "*finanza innovativa fuori bilancio*" (*off-balance sheet*). Così T.V. Russo, *Il project financing*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingeri, Napoli, 2007, p. 8.

14 Le *Public Private Partnerships* sono cresciute inizialmente a seguito dei problemi derivanti dai livelli di debito pubblico, che aumentarono rapidamente con le tematiche macroeconomiche occorse negli anni '70 e '80, a partire dalla esperienza anglosassone.

Proprio il Regno Unito è stato uno dei primi paesi a dedicare una specifica attenzione, a livello politico, legislativo ed istituzionale, all'ipotesi di coinvolgimento degli operatori privati nella realizzazione di investimenti finalizzati alla realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità. Nel 1992, infatti, il governo britannico del *premier* John Major, in concomitanza con un periodo di forte recessione economica, doveva affrontare una crescente domanda (e necessità, anche a

Il ricorso alla tecnica del *project financing* per la realizzazione di opere e infrastrutture di pubblica utilità¹⁵, è il risultato di una evoluzione delle stesse realtà istituzionali, meno stataliste e più vicine alla logica della privatizzazione: è andata maturando, in sostanza, l'idea di procedere alla realizzazione di importanti opere infrastrutturali attraverso il ricorso non solo ai capitali, ma anche all'iniziativa del settore privato.

L'utilità del *project financing* per la realizzazione di progetti infrastrutturali complessi è, infatti, evidente, soprattutto in un momento di recessione, laddove le infrastrutture possono rappresentare il luogo in cui la politica economica di un paese trova

fini di rilancio dell'economia) di investimenti pubblici ed infrastrutturali senza disporre di mezzi pubblici sufficienti. Venne così introdotto il c.d. *Private Finance Initiative* (PFI): si trattava del primo programma mondiale nato con lo scopo di incoraggiare lo sviluppo delle *Public Private Partnership*, con lo scopo principale di favorire gli investimenti privati nelle opere pubbliche ed infrastrutturali, contribuendo così alla riduzione dell'impiego di risorse pubbliche per tali investimenti e, quindi, alla riduzione del volume del debito pubblico. Il successivo governo del premier Tony Blair proseguì nello sviluppo del *Private Finance Initiative*, ponendo tuttavia maggiore enfasi, piuttosto che sul contenimento della spesa pubblica, sul raggiungimento del c.d. "*Value for money*", vale a dire di una elevata efficienza economica negli investimenti pubblici. In un report di Marzo 2006 (*PFI: Strengthening Long-Term Partnerships*, UK Treasury, March 2006), il Ministero dell'Economia inglese ha riassunto i successi di tale iniziativa e l'importante ruolo del PFI nella fornitura di servizi pubblici ai cittadini. In tale documento si legge che, dal 1992 alla data di rilascio del *report*, erano stati completati più di 700 progetti, per un valore di 46 miliardi di sterline. I progetti di *Private Finance Initiative* rappresentavano tra il 10 e il 15% del totale di investimenti in infrastrutture pubbliche; in più esisteva un'importante *pipeline*, di circa 200 progetti per un valore di circa 26 miliardi di sterline, da attuare fino al 2010.

Numerosi governi hanno seguito la esperienza anglosassone ed adottato programmi basati sul *Private Finance Initiative*. In questo senso, il primo governo a seguire l'esperienza inglese fu quello australiano, con la c.d. *Partnership Victoria*, divenuta poi un modello per molti altri paesi nel mondo.

15 Sul punto, A. Gervasoni, R. Del Giudice, *Il Project Financing per lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto*, Roma, 2002, *passim*, distinguono tra:

- (1) *Public Private Partnership* (PPP), che ricomprenderebbe "tutte quelle forme di collaborazione, non esclusivamente finanziaria, tra soggetti pubblici e operatori privati, finalizzate al concreto coinvolgimento di capitali e competenze private nella realizzazione di opere pubbliche di interesse collettivo";
- (2) *Private Finance Initiative* (PFI), con cui si fa espressamente riferimento a "una politica avviata in Inghilterra nei primi anni '90 e finalizzata al coinvolgimento di soggetti e capitali privati nel settore delle infrastrutture di interesse collettivo ed in quello dei servizi pubblici locali" attraverso "una forte componente di natura economico-finanziaria"; e
- (3) *Project Financing* (PF), che consiste in "un'operazione di finanziamento relativa ad una specifica iniziativa economica, realizzata attraverso la costituzione di una società ad hoc (Società di Progetto) e valutata, dai soggetti finanziatori, sulla base della sua capacità di generare ricavi, in modo che i flussi di cassa in entrata provenienti dalla gestione vadano a costituire la fonte primaria per il servizio del debito e per la remunerazione del capitale di rischio".

Il *project financing*, perciò, è in questo senso una tecnica di finanziamento e realizzazione delle operazioni di infrastrutturazione che trova impiego nell'ambito delle PPP.

convergenza con il mercato dei capitali, contribuendo alla realizzazione di obiettivi sociali¹⁶.

Il ricorso al capitale privato per l'incremento, o l'aggiornamento, del patrimonio infrastrutturale dei diversi paesi, industrializzati o in via di sviluppo, ha permesso di raggiungere, o quanto meno di perseguire, due obiettivi: primo, rilanciare il settore delle infrastrutture pubbliche, con garanzie di realizzazione delle stesse in tempi certi e conseguente rilancio dell'economia; secondo, ma non meno importante, non aggravare il bilancio dello Stato¹⁷.

Infatti, il *project financing* garantisce la realizzazione di investimenti efficienti, con l'utilizzo di limitate risorse pubbliche e un buon tasso di rendimento agli investitori privati. Inoltre, essendo fonte di diversificazione del portafoglio di investimento degli investitori istituzionali rispetto ai mercati azionari, permette ai medesimi la stabilizzazione dei rendimenti e la parcellazione del rischio.

Al contempo, questa tecnica di finanziamento assicura vantaggi sociali anche in termini di efficienza: il rispetto dei tempi di realizzazione e la corretta gestione

16 In questo senso, ad esempio, si legge nelle "Raccomandazioni della Commissione tecnica per la spesa pubblica 1996-2000", con riferimento al quadro italiano, che "la questione più sostanziale riguarda i livelli delle spese e delle entrate. È quest'ultimo il problema da affrontare soprattutto perché il vincolo posto dal Patto di stabilità e sviluppo sottoscritto dall'Italia pone un limite massimo (3% del PIL) al disavanzo programmato dal Governo. Questo vincolo (...) pone esplicitamente l'attenzione sulla allocazione delle risorse gestite dal settore pubblico".

La ritrazione della pubblica amministrazione dagli investimenti nel settore delle opere pubbliche si è accompagnata ad una parallela ritrazione dall'amministrazione e gestione delle opere stesse. Tali fenomeni, probabilmente, sono stati accentuati per effetto della partecipazione dell'Italia all'Unione Monetaria Europea e del conseguente vincolo al rispetto del Patto di stabilità e sviluppo.

L'andamento crescente degli investimenti attraverso *project financing*, più che quadruplicati dal 2002 al 2008, conferma il ruolo assunto dai capitali privati nel settore. Nei primi 9 mesi del 2008 il volume di investimento globale è cresciuto di circa il 16%, arrivando a quasi 241 miliardi di dollari, dai circa 208 miliardi dello stesso periodo del 2007. I dati più recenti evidenziano un comprensibile rallentamento delle operazioni di *project financing* in comparazione con i corrispondenti dati dei periodi precedenti (nel terzo trimestre 2008, ad esempio, esso rappresenta il 28% del totale, contro il 40% dell'anno precedente, indicando un leggero rallentamento delle operazioni di *project financing*); tale dato, tuttavia, se valutato nel contesto della recente crisi dei mercati finanziari, può comunque dare l'idea della robustezza dell'investimento infrastrutturale (cfr. *Dealogic Project Finance Review, Global Project Finance Review First Nine Months 2008, Press Release*, 24 Ottobre 2008).

17 Si noti che, dagli anni '80 in poi, le spese dello Stato per le opere pubbliche in Italia sono gradatamente cresciute, per raggiungere il loro ultimo picco nel 1992 (7.456 miliardi di lire). Già dall'anno successivo, però, le spese dello Stato Italiano per le opere pubbliche si sono ridotte a 6.108 miliardi di lire, per poi degradare sempre più.

dell'opera sono condizioni essenziali che il privato deve osservare al fine di conseguire quei flussi di cassa che consentono di ripagare il debito contratto e, ovviamente, di ritrarre utili dall'investimento.

Il coinvolgimento dei privati trasforma la realizzazione e gestione di opere infrastrutturali di interesse sociale da attività esclusivamente pubbliche, appartenenti cioè all'area c.d. "fiscale" (in quanto realizzate a carico della spesa pubblica) in attività "imprenditoriali" (opere produttive di autonomo reddito e, pertanto, finanziabili attraverso l'attualizzazione dello stesso), introducendo criteri reddituali e di competitività nel perseguimento di risultati eminentemente sociali¹⁸. Da ciò anche un miglioramento della trasparenza operativa e gestionale: il concorso di una pluralità di soggetti privati e pubblici portatori di interessi differenziati, tenuti ad operare in stretta interdipendenza, garantisce un efficiente controllo incrociato¹⁹.

18 Cfr. M. Miscali, *Project Finance ed opere pubbliche*, in Aa.Vv., *Il Project Finance Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, Milano, 1995, p. 18.

19 In altri termini, attraverso il *Partenariato Pubblico-Privato*, "l'amministrazione è in grado di svolgere la propria funzione nel rispetto dei principi di efficienza, efficacia ed economicità, che devono caratterizzare l'azione amministrativa, attraverso una corretta allocazione delle risorse pubbliche, in funzione della prestazione di servizi pubblici di elevato livello qualitativo. Il settore privato può perseguire il proprio scopo di profitto, incentivando l'innovazione ed in funzione dell'apertura di nuovi settori del mercato, in passato dominio prevalente della pubblica amministrazione. L'utente finale riesce ad ottenere servizi di pubblica utilità più efficienti ed in grado di elevare il livello qualitativo della vita nel Paese, senza che ciò comporti ulteriori aggravii fiscali" (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica, *Relazione sull'attività dell'unità tecnica finanza di progetto*, Roma, 2001).

In passato si riteneva che l'organo dello Stato non avesse un interesse proprio al buon andamento del pubblico servizio, che invece sussisteva nel privato. Ciò rendeva preferibile l'esercizio del pubblico servizio per mezzo dei privati tutte le volte in cui il servizio stesso richiedesse l'impiego di grandi mezzi economici, comportando, quindi, l'assunzione di un vero rischio imprenditoriale o commerciale. In questi casi, gli enti pubblici avrebbero dovuto evitare di esporre il loro bilancio ai connessi pericoli ed incertezze, preferendo l'affidamento di detti servizi a privati speculatori e riservandosi soltanto la vigilanza sulla correttezza dell'operato di questi. Si può discutere, oggi, sul fatto che non sia interesse "dell'organo" il buon andamento del pubblico servizio, e ciò quantomeno in Italia stante l'art. 97 Cost. che sancisce il principio del buon andamento e dell'imparzialità dell'amministrazione pubblica. Ma sulla necessità di affidare al privato il servizio pubblico per non appesantire il "bilancio dell'Ente" e per evitare l'incremento della tassazione pubblica non sembrano potersi porre dubbi, così come, d'altra parte, sulla maggiore facilità del privato nel reperire i fondi necessari alla realizzazione dell'opera, a condizione che la stessa riscontri il carattere di economicità.

2.2.1. Le PPP ed il *project financing* nell'esperienza italiana

Ad una prima comparazione tra le esperienze italiane ed internazionali in tema di realizzazione e gestione delle infrastrutture pubbliche, la principale differenza appare essere costituita dallo scarso (o, comunque, ritardato) coinvolgimento dei privati. Tale dato è particolarmente significativo in una realtà economica, come quella italiana, caratterizzata dalla crescente esigenza di far fronte ad una dotazione di infrastrutture pubbliche ampiamente deficitaria²⁰.

I deficit di infrastrutturazione e di coinvolgimento del settore privato, se costituiscono da un lato uno dei motivi del ritardo italiano, dall'altro lato sono anche, evidentemente, le premesse idonee a supporre significative possibilità di sviluppo in Italia del *project financing*, quale strumento di finanziamento di nuove opere pubbliche e volano dell'economia nazionale²¹.

Anche se il nostro sistema è ancora in parte permeato da una storia e da una cultura aziendale distanti dalla logica del “progetto”, gli interventi legislativi nel settore delle opere pubbliche che si sono succeduti nel tempo, a partire dalla legge 24 giugno 1929, n. 1137, relativa alla concessione di opere pubbliche, fino alla legge delega 31 dicembre 2001, n. 443 recante la “*Delega al Governo in materia di infrastrutture ed insediamenti produttivi strategici ed altri interventi per il rilancio delle attività produttive*” (e al suo decreto legislativo di attuazione del 20 agosto 2002, n. 190), hanno visto un

20 Tale dato è evidente sia sul piano interno, ove la domanda di infrastrutturazione si mantiene elevata (specie in alcune aree geografiche del Mezzogiorno, che denunciano un gap rilevante rispetto a quelle del centro-nord, con elevato rischio di marginalizzazione delle aree interessate), sia nel confronto con gli altri paesi europei più industrializzati, rispetto ai quali l'Italia si attesta al di sotto del livello medio di dotazione infrastrutturale.

21 L'economia italiana, per molte ragioni, presenta grandi spazi per veder crescere le soluzioni di *project financing*: non solo per i limiti sempre più stretti legati al finanziamento pubblico degli investimenti, ma anche per la sempre maggiore necessità, di cui si è detto sopra, di applicare la logica imprenditoriale e di mercato anche negli investimenti in infrastrutture. Da ciò la spinta ad abbandonare il concetto di opera pubblica intesa come iniziativa con “finalità di interesse pubblico” il cui costo e rischio di realizzazione, nonché la responsabilità e le modalità di gestione, sono interamente a carico della finanza pubblica. Nell'impostazione risalente, persino il rischio d'impresa veniva posto a carico dello Stato, in quanto l'opera veniva affidata sulla base di progetti di massima, lasciando al bilancio pubblico l'aggravio degli oneri relativi a varianti, costi imprevisti e quant'altro poteva accadere nel corso della realizzazione, anche se derivante dalla responsabilità imprenditoriale delle imprese coinvolte.

progressivo e graduale accrescimento del coinvolgimento degli investimenti privati nel settore delle infrastrutture.

Fino all'entrata in vigore della legge 22 dicembre 1990 n. 403, il finanziamento privato rappresentava una modalità di natura residuale nell'ambito degli investimenti infrastrutturali²². A partire da questo momento, è progressivamente aumentata la sensibilità finanziaria degli enti locali, da un lato per un normale processo di apprendimento, dall'altro in risposta ad un bisogno effettivo, in un contesto di scarsità di risorse finanziarie e di maggiore competizione nell'accesso alle stesse²³.

Correlativamente, il ruolo del privato – inizialmente limitato alla sola fase della realizzazione dell'opera, nel quadro di un procedimento amministrativo tutto interno alla Pubblica Amministrazione – si è ampliato sino a consentire al privato di divenire esso stesso promotore di un'opera pubblica, progettandola e sottoponendo la sua proposta al giudizio dell'amministrazione²⁴.

In tale percorso “evolutivo”, la finanza di progetto ha ricevuto, sia pure nel solo ambito degli appalti pubblici, un primo formale riconoscimento con l'art. 11 della l. 18 novembre 1998, n. 415 (c.d. legge Merloni *ter*) che, nel modificare significativamente la legge quadro in materia di lavori pubblici (l. 11 febbraio 1994, n. 109 – c.d. legge Merloni), ha inserito gli articoli da 37-*bis* a 37-*nonies*, introducendo

22 Tale legge ha, infatti, abolito il previgente obbligo, per le amministrazioni pubbliche, di ottenere la preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte della Cassa Depositi e Prestiti per il ricorso a prestiti bancari, lasciando così all'ente locale una maggiore flessibilità nella definizione delle sue strategie finanziarie.

23 Da una finanza fondata su trasferimenti di poteri dallo Stato agli enti locali, si è andato delineando un più accentuato ruolo di tali enti nella formulazione delle strategie di sviluppo, nella programmazione delle stesse e, quindi, degli investimenti.

24 Le ragioni politiche che hanno guidato questo lento processo, probabilmente, sono state diverse, e tuttavia tutte tese a ridurre l'intervento della Pubblica Amministrazione in un settore tanto delicato quanto vitale per l'economia di un paese.

Non è allora un caso che questo lungo *iter* di interventi normativi che si sono sedimentati, gli uni sugli altri, sia culminato con una riforma costituzionale volta a riconoscere la legittimità di un intervento del privato sostitutivo di quello pubblico, quando il primo risponda a criteri di maggiore efficienza o, a dirla con il Trattato di *Maastricht*, quando ciò sia “*as openly as possible, and as closely as possible to the citizen*” (art. 1, ex art. A): la riforma del Titolo V della Parte II della Cost., che ha visto il recepimento del principio di sussidiarietà, non poteva evitare di applicare lo stesso canone nei rapporti tra pubblico e privato (cfr. art. 118 u.c. Cost., secondo cui: “*Stato, Regioni, Città metropolitane, Province e Comuni favoriscono l'autonoma iniziativa dei cittadini, singoli e associati, per lo svolgimento di attività di interesse generale, sulla base del principio di sussidiarietà*”).

nell'ordinamento una forma di rilevanza strettamente pubblicistica del *project financing*²⁵.

Con la legge delega 21 dicembre 2001, n. 443, nota anche come legge obiettivo, l'ordinamento italiano si è proposto, invece, di individuare gli strumenti più idonei per la celere realizzazione delle infrastrutture pubbliche e private e degli insediamenti produttivi strategici e di preminente interesse nazionale, nella prospettiva dello *“sviluppo del Paese, nonché per assicurare efficienza funzionale ed operativa e l'ottimizzazione dei costi di gestione dei complessi immobiliari sedi delle istituzioni dei presidi centrali e la sicurezza strategica dello stato e delle opere la cui rilevanza culturale trascende i confini nazionali”*. Il primo dei criteri direttivi indicati al legislatore delegato riguardava proprio il ricorso alla tecnica della finanza di progetto per finanziare e realizzare, con il concorso del capitale privato, infrastrutture ed insediamenti produttivi.

Ulteriori modifiche sono state poi realizzate sulla predetta legge quadro, dalla l. 1 agosto 2002, n. 166 e dalla successiva legge comunitaria per l'anno 2004, la l. 18 aprile 2005, n. 62²⁶.

Da ultimo, il D.lgs. 163 del 2006 – c.d. Codice De Lise (*“Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE”*) – ha risistemato la complessiva materia dei lavori pubblici, abrogando la legge quadro (l. n. 109/1994 c.d. Legge Merloni), pur mantenendo, al capo III, la medesima impostazione di massima. Nel Codice De Lise vengono, infatti, individuati gli strumenti normativi che permettono l'applicazione della tecnica della finanza di progetto o comunque di forme di partenariato pubblico-privato²⁷.

25 In questa fase, tuttavia, il legislatore si è limitato a predisporre in maniera schematica la disciplina della concessione di costruzione e gestione delle opere pubbliche, attraverso le fasi di proposizione e affidamento delle stesse a un soggetto privato.

26 Sul tema, A. Veronelli, voce *Project financing*, in *Dig. disc. priv. sez. comm., Aggiornamento*, Torino, 2000, p. 594 ss.

27 All'art. 3, comma 11, il citato codice definisce le *“concessioni di lavori pubblici”* come contratti a titolo oneroso, conclusi in forma scritta, aventi a oggetto: *“l'esecuzione, ovvero la progettazione esecutiva e l'esecuzione, ovvero la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione di lavori pubblici o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica, che presentano le stesse caratteristiche di un appalto pubblico di lavori, ad eccezione del fatto che il corrispettivo dei lavori consiste unicamente nel diritto di gestire l'opera o in tale diritto accompagnato da un prezzo, in conformità al presente codice”*. L'affidamento dei lavori al privato può avvenire

Fermo tutto quanto sopra, l'attualità ed il forte interesse che il *project financing* applicato alle *public private partnership* ha suscitato anche in Italia, non possono nascondere, però, l'evidenza delle cause esterne che hanno, fino ad oggi, limitato la partecipazione dei privati nella realizzazione dei progetti infrastrutturali all'interno del nostro paese. Di seguito sono riassunti alcuni dei suddetti limiti:

- inerzia/incapacità/scarsa esperienza della Pubblica Amministrazione nel concepire e avviare iniziative complesse dal punto di vista finanziario e gestionale; difficoltà che qualche volta si collocano persino a livello di individuazione delle esigenze della propria collettività;
- carenze di pianificazione urbanistica, che rendono difficoltosa/incerta l'allocazione degli interventi;
- livello inadeguato delle tariffe e difficoltosa/incerta modalità di revisione delle stesse, ovvero tariffe amministrate/controllate senza adeguato contributo

mediante concessione di lavori pubblici, ovvero mediante un contratto, da concludersi in forma scritta, tra un imprenditore ed un'amministrazione aggiudicatrice, avente a oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione di lavori pubblici, o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica. Lo schema delineato dalla legge prevede, dunque, che il privato concessionario, a fronte degli obblighi di progettazione ed esecuzione dei lavori (o di sola revisione della progettazione e dell'esecuzione, nel caso in cui il soggetto concedente già disponga di progettazione definitiva o esecutiva), abbia il diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente l'opera realizzata, per la durata della concessione, sì da remunerare il capitale investito. La controprestazione del privato concessionario, consistente nel diritto di gestire e sfruttare economicamente l'opera, può essere integrata dalla corresponsione, da parte dell'amministrazione concedente, di un prezzo, funzionale al perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della successiva gestione.

Tralasciando tutti gli ulteriori aspetti della normativa in questione, si rileva solo che lo schema di *project financing* adottato dal legislatore prevede che, anche nel caso di cui all'art. 153 del d.lgs. 163/2006 (già art. 37-bis della legge quadro – c.d. *project financing* a iniziativa privata), le proposte di finanziamento possano riguardare soltanto lavori pubblici e di pubblica utilità inseriti nella programmazione triennale di cui all'art. 128 ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente. Il legame della proposta progettuale al vincolo programmatico risponde all'esigenza di scongiurare la realizzazione di opere non in linea con i piani di intervento assunti dalla pubblica amministrazione per il soddisfacimento dei bisogni della collettività.

Si segnalano, in dottrina, F. Caringella, G. De Marzo, *La nuova disciplina dei lavori pubblici. Dalla legge quadro alla Merloni-quater*, Milano, 2003; L. Camarda, *Il project financing nella legge-quadro ed in prospettiva della legge obiettivo*, in *Nuova Rass. Leg., Dottr. e Giur.*, n. 20, 2002, p. 2113 ss.; G.F. Ferrari, *Il project financing. I principi e le procedure, i vincoli e le libertà del diritto pubblico, nella vecchia e nella nuova normativa*, in *App. Urb. Ed.*, 2002, p. 131 ss.; C. Paglietti, *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, p. 283 ss.

pubblico e conseguente difficoltà a raggiungere l'equilibrio economico-finanziario del piano degli investimenti;

- scarsa disponibilità di contributi pubblici integrativi, da destinare alla realizzazione di opere pubbliche e di pubblica utilità;
- timori del mondo finanziario e imprenditoriale circa il ruolo ed i comportamenti, non pienamente garantiti, della Pubblica Amministrazione per tutta la durata della concessione;
- eterogeneità dei modelli operativi stabiliti dalle varie leggi di settore e conseguente difficoltà di prefigurare interventi con caratteristiche di investimenti industriali, specie se essi sono la risultante di integrazioni tra interventi che incidono su una pluralità di settori;
- carenza di adeguati e semplici modelli operativi e scarsa diffusione di “buone pratiche” in materia di *project financing*, sia che si tratti della fase di concezione, che di scelta del *partner* privato, che di integrazione di finanziamenti comunitari/nazionali/regionali, che di adeguata definizione dei modelli contrattuali o di migliore ripartizione dei rischi;
- incertezza circa il regime degli affidamenti, specie per quanto concerne i lavori.

Superare tali difficoltà è l'obiettivo cui devono tendere la politica e la Pubblica Amministrazione italiane, al fine di creare le condizioni operative per il pieno recupero, anche nel nostro paese, del *gap* di dotazione infrastrutturale, attraverso l'intervento di soggetti privati in *project financing*²⁸.

28 Così C. Demattè, *Gli investimenti in opere e infrastrutture a fronte dei vincoli finanziari delle amministrazioni pubbliche*, in Aa.Vv., *Il Project Financing. Soggetti, Disciplina, Contratti*, a cura di C. Vaccà, Milano, 2002, p. 215.

2.2.2. Le forme tecniche di project financing nelle opere pubbliche

Nel contesto delle *Public Private Partnerships*, il *project financing* rappresenta una particolare tecnica di opere pubbliche²⁹ basata (come meglio si dirà nel seguito) su una particolare metodologia di finanziamento e di ripartizione dei rischi, che viene applicata, in modo ormai consolidato, nel panorama internazionale per la realizzazione di infrastrutture economiche o sociali³⁰.

Si tratta, in altri termini, di un'operazione in cui tanto la redditività del promotore, portatore di capitale di rischio, quanto quella del finanziatore³¹, si fondano esclusivamente sul *cash flow* che l'opera è in grado di generare nel corso del suo periodo di gestione o di vita utile.

Il *project financing* può presentarsi secondo diversi schemi contrattuali, ferme le caratteristiche di base: appare, in effetti, scarsamente significativa una rigida classificazione di tutte le possibili varianti di tale schema operativo, vuoi per la varietà di casi possibili, vuoi anche per la dinamicità³² del fenomeno. Può realizzarsi, comunque, una classificazione di massima delle forme più ricorrenti i cui tratti sono tipizzati sul mercato.

29 Si noti che, almeno per il contesto italiano, anche per le c.d. infrastrutture sociali esiste, di fatto, una valenza pubblica sottostante. Dagli ospedali alle carceri, ai progetti di recupero e riqualificazione di aree urbane attraverso la definizione di spazi per la collettività e l'esercizio di attività ricreative, sportive o sanitarie, la realizzazione di queste infrastrutture ha nel nostro paese, in ogni caso, una connotazione pubblica, anche solo per le dinamiche di autorizzazione e concessione.

30 Tale tecnica di realizzazione delle opere pubbliche o di pubblica utilità è ormai riconosciuta anche nel quadro legislativo nazionale (nell'ambito della Legge Merloni e del più recente testo unico per gli appalti pubblici, c.d. Codice De Lise).

31 I finanziatori sono rappresentati da tutti coloro che, in qualità di terzi, forniscono fondi per la realizzazione del progetto. Comune denominatore per i finanziatori è la qualità di creditori nei confronti della SPV. All'interno della categoria, poi, le tipologie di credito possono avere titoli diversi: così ad esempio si potranno incontrare prestiti obbligazionari, finanziamenti bancari tradizionali, strumenti finanziari nuovi ed atipici e, in corrispondenza, avere quali creditori, rispettivamente, i sottoscrittori delle obbligazioni, istituti di credito, società finanziarie che esercitano attività di credito o gli stessi azionisti della SPV i quali effettuino alla stessa un finanziamento. Per una disamina dei soggetti a diverso titolo coinvolti nel progetto si veda F. Montani, *Project Financing: Inquadramenti contrattuali e profili applicativi*, Napoli, 2009, pp. 83 e ss.

32 . Tale dinamicità è, peraltro, funzionale proprio a garantire, nel concreto e caso per caso, gli adattamenti necessari al raggiungimento dell'equilibrio fra le opportunità economiche ed i bisogni sociali e politici.

Lo schema certamente più noto è il B.O.T. (*Build Operate and Transfer*). In tal caso l'ente pubblico stipulerà con la società che realizza l'opera pubblica e che si è aggiudicata la relativa gara un contratto per la concessione e la gestione dell'opera stessa per un determinato periodo di tempo (in genere venti anni poi rinegoziabili)³³. Al termine di tale periodo, l'opera viene trasferita all'ente pubblico concedente³⁴ che ne potrà, quindi, continuare la gestione in proprio, ovvero concederla in godimento ad altro operatore, ovvero ancora rinnovare la concessione al costruttore e gestore originario³⁵. In tale schema, la società che realizza e gestisce l'opera dovrà essere in grado di recuperare i costi anticipati, servire il debito e remunerare il proprio investimento entro il termine della concessione originaria. Sarà, pertanto, indispensabile una gestione economica dell'opera realizzata, attraverso la percezione di un adeguato corrispettivo per i servizi offerti o i beni prodotti³⁶.

33 Nell'originaria struttura del B.O.T., detta B.O.O.T. (*Build, Own, Operate and Transfer*) l'ente pubblico affidava dalla progettazione dell'opera allo sfruttamento finale all'appaltatore che doveva provvedere direttamente a tutta l'operazione, procurandosi il finanziamento. Una forma impropria di tale schema di *project financing* è stata evidenziata da U. Draetta, *Il Project Financing nella prassi internazionale*, in *Il Project Financing – caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1997, p. 211, nel caso in cui il concessionario realizzi in proprio il progetto come appaltatore, assumendosi anche l'onere di finanziarlo e mantenendo la gestione fino all'avvenuta percezione di proventi sufficienti a coprire il corrispettivo dell'appalto. Dopo tale momento, il concessionario trasferisce il progetto all'ente appaltante.

In tal modo, però, viene a determinarsi un'eccessiva concentrazione dei rischi; sono perciò introdotti nelle strutture altri soggetti, completando caso per caso lo schema B.O.T: oltre alla pubblica amministrazione concedente ed alla società di progetto concessionaria, prenderanno parte al progetto i finanziatori dell'opera, l'appaltatore che la realizzerà in concreto, i fornitori delle materie prime, le imprese di assicurazione per la copertura dei rischi, fino agli utilizzatori o ai gestori dell'opera. Con tale ultimo inserimento, i flussi di cassa vengono trasformati da incerti in certi, minimizzando il rischio legato all'andamento della domanda dei beni o servizi prodotti dall'opera.

34 C. Salvato, *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti. Soggetti. Ruoli*, in *Il Project Financing – Caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1997, p. 40, evidenzia che generalmente non è previsto un corrispettivo pagato dalla pubblica amministrazione a fronte dell'acquisizione della proprietà dell'opera al termine della concessione. Al contrario, A. Bianconi, *Il finanziamento privato delle grandi opere*, in *(I) Contratti*, 1995, p. 336, sottolinea proprio come lo schema B.O.T. preveda un premio a carico della pubblica amministrazione per il trasferimento dell'opera pubblica al termine del periodo di concessione.

35 Quest'ultima possibilità è generalmente seguita (o quantomeno cercata, non sussistendo alcun diritto al riguardo del concessionario originario) qualora, nel periodo di concessione, l'aggiudicatario originario non sia riuscito, con i flussi di cassa prodotti dall'opera, a ripagare il finanziamento contratto per la sua realizzazione.

36 I flussi di cassa saranno, quindi, rappresentati dalle tariffe richieste per l'utilizzo o la fruizione dell'opera. Nei casi rientranti nel settore energetico, ad esempio, la tariffa sarà corrisposta

Lo schema B.O.O. (*Build Operate and Own*) si caratterizza per l'assenza, al termine della concessione, dell'obbligo di trasferimento dell'opera alla Pubblica Amministrazione concedente. La società di progetto potrà così continuare lo sfruttamento dell'opera fino alla sua naturale obsolescenza, riducendo il rischio assunto, nello schema B.O.T., con riferimento alla capacità di produrre sufficienti flussi di cassa entro il termine della concessione.

Nel caso del D.B.F.O. (*Design, Build, Finance and Operate*) il privato si occupa anzitutto della progettazione, per poi realizzare e gestire l'opera. In tale ipotesi, la Pubblica Amministrazione concedente si concentra nella creazione delle condizioni necessarie alla realizzazione o all'economicità dell'opera, adeguando il quadro legislativo od offrendo i benefici finanziari o fiscali necessari. I flussi di cassa necessari al servizio del debito ed alla remunerazione dell'*equity* deriveranno, invece, dalla stipulazione di contratti con le controparti commerciali o direttamente dall'ente pubblico³⁷.

La modalità B.O.S.T. (*Build Operate Subsidize and Transfer*) prevede una contribuzione del soggetto pubblico che, generalmente, si verifica nel caso di un'opera di interesse generale che non presenti, tuttavia, redditività autonoma sufficiente, nell'ottica degli *sponsors* privati, a giustificare l'impegno economico ed il rischio previsto (trattandosi, in sostanza, di opere non pienamente "calde")³⁸.

Lo schema B.L.T. (*Build Lease and Transfer*) si caratterizza, invece, per la parte di affitto nella fase di gestione: in sostanza, il concessionario, dopo aver realizzato

direttamente dal governo o da grandi compagnie che acquisteranno il prodotto energetico o trasporteranno il combustibile o il gas nelle condotte oggetto del progetto. Qualora, invece, si abbia un'opera consistente in una infrastruttura diretta all'utilizzo di un'utenza diffusa, come nel caso di parcheggi o autostrade, ad esempio, la tariffa sarà data dal corrispettivo pagato dagli utenti finali per godere dell'infrastruttura.

37 Cfr. G.B. Nuzzi, *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Diri. Comm. Int.*, 1998, p. 703, che riporta l'esempio del pedaggio ombra (*shadow tolls*) riconosciuto dal governo britannico ai concessionari delle autostrade. Tale pedaggio, peraltro, era calcolato sui flussi di traffico effettivi, in modo da incentivare comunque il mantenimento ed il miglioramento della qualità del servizio.

38 La modalità di contribuzione pubblica può essere di diverse tipologie: per il concessionario, ovviamente, la migliore di queste è costituita dalla contribuzione preventiva, così da disporre di una somma utile, in fase di costruzione dell'opera, ad abbattere il finanziamento ed il rischio di costruzione. Per la pubblica amministrazione, al contrario, è preferibile una contribuzione legata ai livelli di servizio erogati durante la gestione dell'opera, consentendo così sia la parcellazione e la postergazione dell'esborso, sia il controllo della qualità del servizio erogato per mezzo dell'opera.

l'opera, la concede in locazione alla Pubblica Amministrazione concedente per l'intero periodo della concessione. Al termine, l'opera viene trasferita alla Pubblica Amministrazione dietro il pagamento di un prezzo prestabilito³⁹.

Ulteriori varianti degli schemi sopra sono il R.O.T. (*Rehabilitate Operate and Transfer*) ed il R.O.O. (*Rehabilitate Operate and Own*). Tali schemi si applicano in caso di ristrutturazione, riconversione o ripristino di opere esistenti e si distinguono per la previsione o meno dell'obbligo di trasferimento alla Pubblica Amministrazione concedente, al termine del periodo di concessione.

2.3. Il *project financing*: definizione e ambito applicativo

Il *project financing* è, in prima approssimazione, definibile come una modalità tecnica, o meglio un approccio, al finanziamento di specifici progetti, di derivazione anglosassone, diffusosi nel mondo finanziario per la particolare attitudine a rendere possibile la realizzazione di operazioni complesse che richiedono l'impiego di notevoli mezzi finanziari iniziali⁴⁰, con ritorni dell'investimento nel medio lungo periodo, forte incertezza legata ai rischi di costruzione e durata dei progetti, nonché alte specializzazioni delle risorse coinvolte.

In questi casi, infatti, la realizzazione dell'operazione e, prima ancora, l'individuazione di un punto di equilibrio economico e giuridico fra i soggetti coinvolti e diversamente interessati, richiede l'applicazione di una logica di valutazione differente rispetto a quella tradizionale, principalmente con riferimento alla "bancabilità" dell'iniziativa.

³⁹ Si tratta di uno schema a valenza sostanzialmente finanziaria, utilizzato principalmente all'estero e che ha trovato, invece, scarso o nullo impiego in Italia. L'impiego tipico è quello per le strutture penitenziarie o ospedaliere. Qualora sia previsto anche un contributo pubblico iniziale, si parla di schema B.S.L.T.

⁴⁰ Cfr. A. Bianconi, *op.cit.*, p.335 ss., secondo cui tale strumento è da considerarsi sicuramente valido per i paesi in via di sviluppo, perché consente loro la realizzazione di opere pubbliche nonostante le ristrette risorse a disposizione dei governi. In questo stesso senso anche G. Maresca, *Forme di project financing nella esperienza della Bers*, in *Project financing. Aspetti economici, giuridici, finanziari, fiscali e contrattuali*, a cura di W. Ternau, Milano, 1996, p. 232, secondo cui, più in generale, il *project financing* costituisce l'unico strumento per la realizzazione delle opere pubbliche nei paesi in via di sviluppo, dove l'assenza di storia imprenditoriale delle imprese esistenti rende tendenzialmente impraticabile il ricorso a finanziamenti *corporate*.

2.3.1. La capacità di autoliquidazione (c.d. *self-liquidating*)

Nelle operazioni della specie la finanziabilità dell'iniziativa non si basa esclusivamente, o principalmente⁴¹, sull'affidabilità economico-finanziaria dell'impresa mutuataria, quanto invece sulla capacità (i) del progetto di generare flussi di cassa in grado di servire il debito e (ii) degli *asset* di costituire adeguata garanzia per il caso di *default* nel rimborso del finanziamento o nel rispetto degli impegni e delle garanzie assunte nei confronti dei finanziatori⁴².

Seguendo, pertanto, l'impostazione più tradizionale, il *project financing* sarà definibile come quella “operazione di finanziamento di una particolare unità economica nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito”⁴³.

41 Da notare, infatti, come nella prassi delle operazioni della specie i soggetti finanziatori, da un lato, e le pubbliche amministrazioni concedenti, dall'altro, richiedano comunque una adeguata e significativa patrimonializzazione della società di progetto che sarà destinata alla realizzazione e gestione dell'opera pubblica per cui viene richiesto il finanziamento. E ciò, anzitutto per assicurare un coinvolgimento reale dei promotori e soci della predetta società nell'iniziativa e, poi, anche, per mantenere una “riserva” di *equity* utile al ripagamento di parte del finanziamento in caso di indisponibilità di flussi di cassa sufficienti.

42 Cfr. P. de Sury, *Considerazioni Preliminari*, in Aa.Vv., *Il Project Finance Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, Milano, 1995, p. 4: “Nel caso del PF, invece, il progetto stesso, viene isolato ed “espianato” in termini finanziari dal complesso dell'attività dell'azienda sponsor. Per i finanziatori ciò significa che: (a) il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi dipendono esclusivamente dai flussi di cassa generati dal progetto; (b) in caso di insolvenza, essi possono rivalersi solo sulle attività direttamente afferenti il progetto. Quindi l'elemento discriminante tra un'operazione di corporate finance ed una di PF è che la seconda è un'operazione di non recourse financing, in cui i finanziatori sono garantiti solo dai flussi di cassa e dalle attività direttamente pertinenti al progetto, e non possono rivalersi, in nessun caso (quindi neanche quando i flussi siano insufficienti a consentire il servizio del debito e le attività non consentano il recupero del credito) sull'azienda sponsor”.

43 Cfr. P.K. Nevitt, *Project Financing*, traduzione italiana della IV edizione a cura di P. de Sury, Bari, 1987, p.13. Tale definizione è stata considerata, da alcuna dottrina, come limitata sia dal lato soggettivo, perché incentrata solo sul binomio soggetto finanziatore-soggetto finanziato, sia dal lato oggettivo, perché focalizzata solo – e coerentemente con il profilo soggettivo – sul ripagamento attraverso i flussi di cassa generati dall'operazione dell'indebitamento contratto, ignorando gli altri rapporti contrattuali (cfr. T.V. Russo, *op.cit.*, p. 11).

Nello stesso senso della definizione di cui al testo, se ne riporta una (Macmillian, 1984), basata sui principi contabili statunitensi (FASB), che appare al contempo chiara e di portata generale, secondo la quale il *project financing* è “the financing of a major capital project in which the lender looks principally to the cash flows and earnings of the project as the source of funds for repayment and to the assets of the

Se così è, allora la definizione di attendibili piani economico-finanziari, che evidenzino i flussi di cassa generabili dal progetto, assume un ruolo prioritario nell'ambito della valutazione di fattibilità, sia per i finanziatori dell'iniziativa, sia – anche – per i soggetti promotori della stessa. Mentre, infatti, i ritorni “indiretti” dell'opera realizzata potranno essere tratti dalla stessa anche in corso di rimborso del finanziamento o, addirittura, prima del termine della costruzione dell'opera⁴⁴, quelli “diretti”, costituiti dalla remunerazione dell'*equity* investito nel progetto, potranno essere percepiti solo esaurito il servizio del debito e, comunque, fino a concorrenza delle risorse disponibili.

In altri termini, la valutazione di un'operazione di *project financing* non può prescindere dalla previsione degli introiti che deriveranno dalla futura gestione del progetto.

(segue) le opere “calde” e le opere “fredde”

Ciò che rileva, quindi, è la capacità dell'iniziativa di generare flussi di cassa idonei a servire il debito e a remunerare (direttamente o indirettamente) il capitale investito.

Si parla, in tal caso, di opere “calde”, o *self-liquidating*, in contrapposizione con le opere c.d. “fredde”, inidonee a generare flussi di cassa sufficienti e per cui, quindi,

project as collateral for the loan. The general credit of the project entity is usually not a significant factor, either because the entity is a corporation without other assets or because the financing is without direct recourse to the owner(s) of the entity”.

44 Si consideri, ad esempio, che il progetto può generare economie di scala, oppure può aprire nuovi mercati di sbocco o consentire lavorazioni o produzioni prima non possibili. Ancora, l'iniziativa in sé, già prima che l'opera sia effettivamente realizzata e concretamente funzionata, può generare ritorni reputazionali e d'immagine, costituendo un volano promozionale. Infine, dalla realizzazione del progetto possono derivare vantaggi ed utilità indirette per l'area geografica che si colloca in prossimità dell'opera stessa, in termini di valorizzazione o di miglioramento delle caratteristiche urbanistiche.

Cfr. P. de Sury, *op.cit.*, p. 10: “L'essenza di un'operazione di PF risiede infatti nella costruzione di una coalizione di interessi tra soggetti diversi, che partecipano all'investimento (di risorse umane, finanziarie, di *know-how* e via dicendo) se viene loro prospettata una combinazione rischio-rendimento accettabile. Per alcuni dei soggetti coinvolti il rendimento non va inteso esclusivamente in termini finanziari; dato che la convenienza dell'operazione può dipendere anche dai vantaggi di natura strategica che essa genera (per esempio in termini di mercati di sbocco o di canali di approvvigionamento) o, per dei soggetti pubblici, dalle economie esterne che consente di realizzare”.

non è applicabile lo schema del *project financing*⁴⁵. Questa ripartizione “classica”, cui fa da complemento il concetto di *project financing* “puro”, deve essere in realtà mediata proprio con riferimento al settore infrastrutturale e delle opere pubbliche in generale.

Nelle operazioni di finanziamento di un progetto di rilevanza strettamente privatistica, l’ambito di applicazione del *project financing* è infatti circoscritto alle sole ipotesi nelle quali il progetto sia in grado di produrre, nell’ambito del proprio ciclo vitale, una quantità di risorse economiche idonee non solo a coprire i costi dell’operazione, ma anche a generare un profitto per l’impresa che ha realizzato l’opera.

Nelle operazioni che, invece, coinvolgono la Pubblica Amministrazione, anche solo in veste di soggetto che rilascia la concessione per la realizzazione e lo sfruttamento di opere funzionali al soddisfacimento di interessi pubblici, il *cash flow* non può costituire l’unico fattore determinante. In tali ipotesi, l’ambito di applicazione del *project financing* deve essere ridefinito realizzando un ragionevole contemperamento tra l’utilità sociale dell’opera pubblica, la disponibilità delle risorse finanziarie e la capacità di reddito dell’opera stessa⁴⁶.

Nel settore delle opere pubbliche, pertanto, si parla di opere “tariffabili” quando alla fruizione del servizio da parte dell’utente corrisponde, in capo a quest’ultimo, una controprestazione economica in grado di ripagare l’impresa dei costi operativi, ma anche di produrre un reddito. Tali opere pubbliche rientrano pienamente nella definizione di opere “calde” e, quindi, sono direttamente ricomprese nell’ambito di applicazione ordinario del *project financing*.

In un primo tempo si è ritenuto che le opere predette dovessero essere considerate, anche nel settore del partenariato pubblico-privato, come le uniche operazioni per le quali fosse applicabile lo schema della finanza di progetto. Oggi, tuttavia, tale

45 Il ruolo primario del *cash flow* come garanzia del servizio del debito verso i finanziatori spiega la ragione per cui si parli di *project financing* “puro” in relazione alle sole opere infrastrutturali “calde”, autonomamente in grado cioè di generare ricavi sufficienti a ripagare il finanziamento ed assicurare la remunerazione dell’*equity* investito solo attraverso il prezzo o la tariffa corrisposti dagli utenti per l’utilizzo dell’opera infrastrutturale.

46 Cfr. T.V.Russo, *Il Project Financing*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingeri, Napoli, 2007, p. 63.

concetto appare superato, da un lato, dall'assimilazione dei contributi e dei canoni corrisposti dalla Pubblica Amministrazione ai flussi di cassa prodotti dalle controprestazioni degli utenti e, dall'altro, dalla maturata consapevolezza della difficoltà (e, probabilmente, della scarsa utilità) di circoscrivere il fenomeno in esame all'interno di classi definitorie precise.

Restano, escluse, perciò, dall'area di interesse del *project financing* solo quelle opere pubbliche, pienamente rientranti fra le opere “fredde”, che non risultano comunque in grado di produrre un flusso di cassa *self-liquidating*, neppure attraverso contribuzioni o canoni pubblici. Per queste ultime, usualmente, la rilevanza dell'utilità sociale dell'infrastruttura non solo è imprescindibile, ma anche predominante rispetto all'interesse patrimoniale.

In linea con tale impostazione, sembra potersi fare riferimento (ai soli fini di una migliore descrizione delle classi di ipotesi astrattamente ricostruibili) a tre fattispecie di riferimento, in cui lo schema del *project financing* risulta applicabile.

Come detto, in presenza di un'opera pubblica “calda” o “tariffabile”, di fronte cioè ad un progetto dotato di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso un flusso di cassa tale da consentire il rimborso dell'investimento nel periodo di vita della concessione, il coinvolgimento del settore pubblico potrà essere circoscritto alla predisposizione del solo supporto procedimentale amministrativo, prendendosi carico delle fasi di pianificazione, indizione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo la relativa assistenza per le procedure di autorizzazione. Il finanziamento, la costruzione e la gestione dell'opera potranno, invece, essere interamente attribuiti all'attività di imprese private.

In tali casi, peraltro, non più e non solo la realizzazione, quanto la gestione dell'opera, assumerà un ruolo di primaria importanza: proprio perché l'opera è tariffabile e, quindi, *self-liquidating*, l'efficienza economica della sua gestione corrente

sarà l'unico elemento in grado di assicurare ricavi sufficienti ed in linea con le previsioni del pieno economico-finanziario⁴⁷.

In altri casi, invece, l'opera da realizzare potrebbe non presentare una diretta ed autosufficiente tariffabilità, perché destinata all'uso diretto da parte della Pubblica Amministrazione (si pensi, ad esempio, alle cc.dd. infrastrutture sociali, quali ospedali, scuole, carceri) o perché la tariffa da applicare agli utenti ai fini della auto-liquidabilità dell'opera risulterebbe eccessivamente onerosa, contrastando con l'interesse alla sua realizzazione e con una piena fruibilità dei cittadini. L'utilizzabilità del *project financing* per la realizzazione di tali opere dipenderà, perciò, da un coinvolgimento maggiore della Pubblica Amministrazione, che dovrà assicurare corrispettivi per i servizi ricevuti o canoni per l'utilizzo dell'opera, idonei assicurare il rispetto del parametro di redditività o ad integrare i ritorni derivanti dalla tariffazione applicata agli utenti privati⁴⁸.

Infine, si può ipotizzare il caso di opere o progetti per cui né la tariffabilità, né i canoni o i corrispettivi di utilizzo o servizio siano di per sé sufficienti a consentire il servizio del debito e la redditività dell'iniziativa. In tali ipotesi, l'applicabilità del *project financing* dipenderà dall'attivazione di una contribuzione pubblica. Tale contribuzione potrà assumere, indifferentemente, la forma di partecipazione all'*equity* dell'iniziativa (abbattendo così l'ammontare del capitale privato da remunerare) o di contribuzione a fondo perduto, riducendo l'ammontare del finanziamento o quello dei flussi di

47 Tale gestione, pertanto, dovrà essere necessariamente ispirata da logiche imprenditoriali e privatistiche, piuttosto che da un approccio pubblicistico e burocratico che, pur massimizzando l'utilizzabilità dell'opera e la convenienza per gli utenti finali potrebbe garantire, al più, un equilibrio di gestione ed un pareggio di bilancio. Questo, ovviamente, equivarrebbe ad accettare il rischio di non generare quei flussi di cassa idonei e necessari a soddisfare gli interessi di chi dovrebbe credere ed investire nell'operazione di project financing per la realizzazione dell'opera pubblica o di pubblica utilità e, quindi, a mettere a rischio la realizzabilità stessa del progetto.

48 Cfr. M. Miscali, *op.cit.*, p. 28, secondo cui “[s]embra comunque realistico prevedere che nelle operazioni di PF per infrastrutture pubbliche si renderà frequentemente necessaria la presenza contestuale” sia di soggetti privati che pubblici “in qualità di sponsor: molti dei progetti di investimento in opere pubbliche, infatti, presentano delle caratteristiche che non li rendono finanziabili al 100% con capitali privati, al punto da rendere obbligata – ed opportuna – la partecipazione dei soggetti pubblici direttamente interessati dall'opera ai rischi dell'operazione finanziaria. Opportunità, quest'ultima, difficilmente contestabile laddove si considerino i vantaggi che sono connessi alla realizzazione di infrastrutture e che il soggetto pubblico non può non valutare, quali, ad esempio, lo sviluppo delle aree territoriali interessate dagli interventi, la creazione di posti di lavoro, le entrate fiscali supplementari, etc”.

cassa da produrre per il servizio del debito, in ragione del momento in cui tale contribuzione viene ad essere fornita.

In tali ultimi due casi, si può parlare di opere c.d. “tiepide”.

2.3.2. L'esternalizzazione del progetto dal bilancio dei promotori (c.d. *off-sheet balance*)

Per comprendere questa caratteristica base delle operazioni della specie si può paragonare il caso del finanziamento di un progetto con quello tradizionale del finanziamento ad un'azienda che realizza più prodotti o servizi. Nel primo caso si valuteranno a priori le potenzialità del progetto di generare flussi di cassa, poiché solo questi consentiranno la restituzione del debito finanziato e del capitale investito da parte dei promotori: tale impostazione obbligherà sia i finanziatori che i promotori ad una solida programmazione e pianificazione dell'intero progetto che dovrà rispondere inevitabilmente al principio di efficienza⁴⁹.

Al contrario, nell'ipotesi “tradizionale” di finanziamento corporate, la capacità di rimborso del debito da parte dell'impresa mutuataria sarà valutata sulla base del complessivo andamento economico-finanziario della stessa. Anche laddove, infatti, l'operazione cui è destinato il finanziamento dovesse risultare profittevole, la solidità dell'impresa potrebbe risultare pregiudicata dall'andamento delle altre attività o linee di *business* della stessa.: in tal caso tutti i beni dell'impresa interessata, compresi quindi gli *asset* che costituiscono l'opera o il progetto, concorrerebbero alla soddisfazione dei creditori sociali, senza alcuna separazione o segregazione di beni a favore di quei finanziatori che hanno accettato il maggior rischio connesso alla realizzazione del progetto.

Il rilievo del progetto e dei suoi flussi di cassa attesi ai fini della valutazione autonoma di finanziabilità dell'operazione, da un lato, si riflette in una minore rilevanza della qualifica e della bancabilità dei soggetti promotori dell'iniziativa, ma,

⁴⁹ Così F. Montani, *op.cit.*, p. 5.

dall'altro lato, richiede necessariamente una separazione del progetto dai promotori o, quantomeno, una segregazione dello stesso dalle altre attività degli stessi.

E ciò, si badi, nell'interesse sia dei finanziatori (come detto più sopra nel testo), che degli stessi promotori. Nel caso in cui il progetto non dovesse risultare idoneo a produrre flussi di cassa sufficienti al servizio del debito (evidenziando, pertanto, un errore nella pianificazione e definizione dei piani economico-finanziari iniziali), oppure nel caso in cui taluni dei rischi legati alla fase di costruzione dell'opera⁵⁰ dovesse trovare effettiva concretizzazione, il conseguente *default* nel piano di rimborso del finanziamento collegato al progetto non pregiudicherà la complessiva stabilità finanziaria o economica dei promotori dell'iniziativa solo laddove tale iniziativa sia stata separata o segregata dal resto delle attività degli stessi⁵¹.

2.3.3. La realizzazione e gestione del progetto a mezzo della SPV

Considerato quanto sopra⁵², nelle operazioni di *project financing* si riscontra, usualmente, l'esternalizzazione del progetto dal bilancio e dalle attività dirette dei

⁵⁰ Si veda, per un maggior dettaglio sui rischi della fase di costruzione, su quelli operativi e su quelli generali, il successivo paragrafo 2.3.5.

⁵¹ Nota P. de Sury, *Considerazioni Preliminari*, in Aa.Vv., *Il Project Finance Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, Milano, 1995, p. 5 che l'esclusione del diritto di rivalsa, caratteristica qualificante del *project financing* "puro", pone un problema particolare nei progetti infrastrutturali, in cui un ulteriore elemento di caratterizzazione è il limitato (o addirittura negativo) valore di liquidazione dei cespiti che garantiscono i creditori. A differenza di quanto avviene nei progetti industriali, in cui i finanziatori possono recuperare il proprio credito liquidando i cespiti della mutuataria insolvente, nei progetti infrastrutturali questa possibilità si riduce sensibilmente a motivo della elevata sproporzione fra il valore di realizzo dei cespiti afferenti il progetto e il loro valore economico. La funzione delle garanzie richieste dai finanziatori ai soci della mutuataria non è, quindi, in questo caso, quella di consentire la liquidazione dei cespiti, quanto piuttosto quella di consentire ai creditori di sostituirsi agli azionisti della società progetto in caso di insolvenza di questa, ristrutturando la società e provando ad assicurare il servizio del debito. In altri termini, i finanziatori diventano, in un certo senso, "prigionieri" del valore del progetto, che sussiste in quanto l'opera sia funzionante: in queste ipotesi, qualora la società di progetto non sia in grado di far fronte al debito, le banche finanziatrici dovranno – in pratica – consentire necessariamente la rinegoziazione del prestito, risultando impossibile (o comunque non realistica) una liquidazione dell'*asset* o la vendita dell'opera a terzi (a maggior ragione in situazione di *default*).

⁵² La costituzione di una società specifica, in alcuni casi, può essere anche richiesta, o comunque rendersi opportuna, in considerazioni delle leggi locali del paese in cui viene realizzato il progetto (ad esempio in termini di requisiti di partecipazione locale a progetti di interesse pubblico o per motivi fiscali).

singoli promotori dello stesso (c.d. *off-sheet balance*), mediante costituzione di un'apposita società veicolo ("*special purpose vehicle*" o SPV) che sarà titolare dell'iniziativa progettuale, dei rapporti contrattuali connessi, inclusi i flussi di finanziamento, nonché dei flussi di ricavi generati dalla gestione dell'opera realizzata⁵³.

Per tale via viene ad essere tipicamente realizzato quell'isolamento giuridico ed economico (c.d. *ring fence*) che costituisce elemento tipico e caratterizzante della struttura di *project financing*. Proprio questo isolamento, difatti, consente di rendere autonomi i rapporti ed i destini del progetto rispetto a quelli dei soggetti che lo hanno promosso, sia nell'interesse dei finanziatori⁵⁴ che in quello dei promotori dell'iniziativa⁵⁵.

53 Cfr. P. Carrière, *Project Financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, Padova, 1999, p. 92 e ss. Secondo l'A.. l'adozione di un veicolo *ad hoc* si pone come preferenziale al fine di realizzare un efficace isolamento giuridico (*ring fence*) e, soprattutto, creare il centro di imputazione di tutti i rapporti e le relazioni giuridiche che caratterizzano l'operazione di *project financing*, in modo tale da evitare il contatto con variabili esterne ed estranee. L'utilizzo di una società veicolo è considerata auspicabile anche in ragione della maggiore funzionalità che la stessa assicura in sede di eventuale futura fuoriuscita e sostituzione di un promotore, nonché in relazione al rapporto con i finanziatori e con le esigenze di controllo degli stessi, rispetto alla libertà di iniziativa del singolo *sponsor*.

54 Le ragioni che rendono, per questi soggetti, necessaria (o quantomeno fortemente desiderata) la presenza di un'apposita società che sia proprietaria e gestisca il progetto, sono diverse. In primo luogo rilevano sicuramente quelle che attengono al rapporto con i promotori. L'innesto dell'iniziativa di *project financing* in un ambiente imprenditoriale già avviato e già munito di pregressi rapporti giuridici che abbiano generato debiti, potrebbe risultare concretamente pregiudizievole per i finanziatori. In pratica tutti i beni e le risorse attinenti l'operazione (compresi i flussi di cassa della stessa) potrebbero essere soggette ad azione esecutiva da parte dei creditori del promotore anche in relazione a passività diverse. E tale affermazione trova testuale conferma, nell'ordinamento giuridico italiano, nel principio che sancisce la responsabilità del debitore con tutti i suoi beni, presenti e futuri, *ex art. 2740 del codice civile* (e, dunque, anche quelli che sopraggiungono nel patrimonio del promotore).

La realizzazione e gestione del progetto richiedono, infatti, un'autonomia tale che una sovrapposizione, od anche un solo contatto, con le vicende giuridiche ed economiche che riguardano la singola posizione imprenditoriale di ciascuno dei promotori, potrebbe risultare controproducente e generatrice di pregiudizi per i finanziatori. Come già detto, infatti, la finalità del *project financing* è quella di finanziare la realizzazione di un progetto sulla base delle attese di reddito che questo si prevede andrà a generare. Se l'interesse dei finanziatori è quello della generazione dei *cash flows*, ciò non si esaurirà nella sola constatazione dei flussi, ma nella loro percezione privilegiata per ottenere il rimborso del prestito effettuato. Risulta pertanto evidente, in un'ottica di *project financing* quale fin qui considerato, come non sia ammissibile un inquadramento che preveda una commistione con le preesistenti attività, ma soprattutto passività, relative ai singoli bilanci dei promotori (così F. Montani, *op.cit.*, pp. 69 e ss.).

La SPV è, perciò, non solo la controparte di tutti i rapporti e soggetti che partecipano all'operazione di *project financing*, ma anche il centro di raccordo ed unità di tale operazione⁵⁶, in cui trovano composizione e compensazione i diversi interessi coinvolti⁵⁷.

Sotto altro profilo, la citata esigenza di isolamento economico, finanziario e giuridico dell'iniziativa dagli *sponsors* si giustifica con l'opportunità di isolare i flussi di cassa che deriveranno dalla gestione del progetto. In pratica i finanziatori condizioneranno sempre la concessione del prestito alla possibilità di controllare i flussi finanziari che transiteranno in ingresso nei conti correnti intestati alla SPV e quindi attinenti esclusivamente al progetto di soddisfarsi in via prioritaria sugli stessi flussi. In tal modo avranno la possibilità di prelevare, secondo meccanismi contrattuali negoziati con i *borrowers* il denaro derivante dalle entrate della gestione del progetto.

55 Lo sforzo economico e finanziario necessario alla realizzazione di un progetto infrastrutturale, o di una grande opera, rendono necessario (o almeno altamente opportuno), per i singoli promotori dell'iniziativa, evitare di far gravare direttamente l'iniziativa stessa sui loro bilanci. In caso contrario, infatti, potrebbero risulterne negativamente influenzati sia il ruolo specifico di promotori che quello più generale di imprenditori o investitori. Da un lato, se il finanziamento necessario al progetto fosse considerato ai fini della determinazione della capacità di credito del promotore, la stessa potrebbe risultare sensibilmente assorbita da tale iniziativa, con conseguenze sulla continuità di esercizio delle attività svolte. Inoltre, nel caso in cui l'iniziativa condotta con la metodologia del *project financing* si rivelasse un insuccesso, un'eventuale assenza di separazione giuridica ed economica si tradurrebbe in un pregiudizio immediato per le singole attività imprenditoriali esercitate autonomamente dai promotori. Tali attività sarebbero, infatti, travolte dalle esposizioni debitorie necessarie per realizzare l'opera in *project financing*. Nel caso in cui, all'opposto, sia l'attività autonoma dello *sponsor* ad essere interessata da un evento di *default*, ciò potrebbe mettere a rischio l'indipendenza del progetto. Nel caso in cui questo, invece, sia stato allocato in una società partecipata anche dallo *sponsor* che ha subito l'evento di *default*, i creditori di questo potrebbero al più agire esecutivamente sulle partecipazioni della SPV che lo stesso *sponsor* ha iscritte in bilancio.

56 Cfr. F. Montani, *op.cit.*, pp. 78; l'autore evidenzia proprio come la società veicolo assolve l'esigenza di attuare l'isolamento giuridico affinché si riescano a controllare tutti i rapporti e, in primo luogo, i flussi finanziari: "*quanto finanziato passa per la SPV che provvederà, poi, ad investire tali risorse per la realizzazione del progetto, così come tutti i flussi di cassa derivanti dalla gestione passeranno, benché in direzione opposta, sempre per il veicolo societario*".

57 Non esiste, tuttavia, posizione unanime in dottrina nel ritenere la società di progetto elemento necessario del *project financing*. Secondo alcuni autori (cfr., tra gli altri, P. de Sury, *op.cit.*, p. 4; E.M. Piccirilli, *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in *Impr. Comm. Ind.*, 2002, n. 10, p. 1571 e ss.) la costituzione della società veicolo non è una condizione né sufficiente, né necessaria per configurare un'operazione di *project financing*.

Non sarebbe, infatti, condizione sufficiente considerato che la concessione ai creditori di una garanzia incondizionata da parte dei promotori o di terzi configurerebbe, comunque, un'operazione di *full recourse financing* (si pensi alle operazioni internazionali che prevedono l'emissione di *bonds* da parte di società costituite *ad hoc* con rilascio di garanzia dalla controllante). La costituzione di una società di progetto, poi, non sarebbe neppure una condizione necessaria per il montaggio dell'operazione, risultando sempre possibile non incorporare il progetto nella società *sponsor*, minimizzando comunque la possibilità di rivalsa nei confronti dello stesso. In questo senso, ad esempio, sarebbe possibile (a) separare contabilmente e giuridicamente i flussi di cassa generati dal progetto dal resto dei flussi di cassa dello *sponsor*, (b) separare gli *asset*

Se dal punto di vista formale questa convergenza di ruoli e funzioni porta, giustamente, ad attribuire alla SPV particolare importanza, dal punto di vista pratico, la SPV costituisce semplicemente il contenitore strategico del progetto⁵⁸.

In questo senso, affinché la citata separazione giuridica ed economica risulti effettiva, la tipologia di struttura societaria che si rende necessaria per la SPV è, ovviamente, quella della società di capitali (e, in particolare, la società per azioni o quella a responsabilità limitata⁵⁹). L'adozione della forma della società di persone, infatti, non

afferenti il progetto dal resto degli attivi patrimoniali dello *sponsor* e (c) escludere il diritto dei finanziatori del progetto a rivalersi sui flussi di cassa o sugli attivi patrimoniali diversi da quelli inerenti il progetto.

Da parte di altri autori si è sostenuto, invece, che dal punto di vista giuridico non si potrebbe prescindere dalla SPV quale veicolo-contenitore cui imputare la realizzazione e lo sviluppo dell'iniziativa; e ciò anche solo perché questa è l'entità giuridica cui sono formalmente e sostanzialmente destinati i finanziamenti concessi dalle banche, la cui bancabilità è valutata (e deve essere valutabile, tenendo conto dei regimi di responsabilità dei debitori) esclusivamente in base al progetto da realizzare (cfr., tra gli altri, A. Toffoletto, *Project financing e profili di diritto societario: alcune riflessioni alla luce della riforma delle società di capitali*, in *Project financing e opere pubbliche*, a cura di G.F. Ferrari e F. Fracchia, Milano, 2004, p. 71 e ss.; M. Ricchi, *Project financing e Floating Charge: garanzie per i finanziatori, pignoramento di beni e consistenza variabile e spossessamento cooperativo*, in *Econ. dir. terz.*, vol. I, 2005, p. 303).

Tale seconda teoria sembra preferibile anche alla luce della maggiore coerenza con la fisionomia e le caratteristiche essenziali del *project financing*. Se, infatti, l'operazione si caratterizza per la valutazione del progetto e della sua potenzialità a generare quei flussi di cassa a servizio del debito, la sua natura "pura" è quindi fondata su uno schema *non recourse* o *limited recourse*. Non sembra appropriato, perciò, argomentare la non essenzialità della SPV sulla possibilità di costruire operazioni *full recourse*, prive cioè di alcuni degli elementi dello schema tipico: in tal modo si finisce, in buona sostanza per annullare la distinzione tecnica fra *project financing* e *corporate financing*. L'esistenza di uno specifico soggetto giuridico che delimiti nettamente i flussi finanziari di competenza del progetto (*ring fence*) è la premessa necessaria per il buon funzionamento di uno schema di *project financing*, consentendo di equilibrare le istanze di copertura e minimizzazione del rischio provenienti tanto dai promotori dell'iniziativa che dai finanziatori. Se il finanziamento *non recourse* o *limited recourse* è lo schema tipico dell'operazione, allora la SPV è la modalità migliore e ideale per assicurare l'isolamento del progetto e della sua futura gestione a garanzia dei finanziatori. Ciò non esclude che possano essere sviluppate, per via contrattuale o attraverso la creazione di patrimoni separati o segregati, altre forme di isolamento dell'iniziativa dai promotori e dal loro patrimonio. Resta vero, tuttavia, ad opinione di chi scrive, che queste forme ulteriori costituiscono delle "varianti" rispetto alla modalità e forma di segregazione ideale, costituita dalla costituzione di un soggetto con autonomia patrimoniale perfetta, "bilaterale", rispetto ai promotori.

58 L'elevata rete di rapporti e contratti si traduce, in effetti, in una spiccata esternalizzazione delle attività e delle funzioni, di modo che il perimetro dimensionale della SPV e le attività realizzate dalla stessa si riducono drasticamente, lasciando alla stessa un ruolo più nel campo dei rapporti giuridici che in quello dei rapporti operativi.

59 Per una disamina delle implicazioni e delle possibili motivazioni alla base della scelta, in concreto, dell'una o dell'altra forma giuridica, si rinvia a F. Montani, *op.cit.*, pp. 72 e ss., ove ulteriori riferimenti. Cfr. F. Merola, *I principali soggetti abitualmente coinvolti in operazioni di project*

determinando una netta separazione giuridica tra i patrimoni dei soci e quello della società, non garantirebbe la perfetta autonomia patrimoniale del veicolo⁶⁰.

2.3.4. La separazione giuridica ed economica dalle altre iniziative dei promotori

Fra il *corporate financing* ed il *project financing* e, quindi, fra le ipotesi di *full recourse financing* e di *non recourse financing*, esistono ovviamente delle posizioni intermedie (*limited recourse financing*)⁶¹: in tali operazioni i finanziatori possono rivalersi sui promotori dell'iniziativa solo per una quota della propria esposizione e solo al verificarsi di determinate condizioni (o in caso di violazione di specifici impegni o di non rispondenza al vero di espresse dichiarazioni) tassativamente ed esplicitamente indicate nei contratti.

Questa soluzione, che sembrerebbe pregiudicare il modello puro di *project financing*, costituisce invece l'esaltazione di una delle sue caratteristiche più tipiche. Come detto, infatti, in questa metodologia di finanziamento viene ad essere costruito un bilanciamento di interessi fra tutti i vari attori coinvolti, il cui punto di equilibrio è

financing: i promotori, in www.infopieffe.it. L'A. nota che in taluni casi si è fatto ricorso a soluzioni diverse: esempi di questo tipo sono le figure del *Trustee Borrowing Vehicle* (TBV) o del *Security Trustee*. "Il TBV è un soggetto che riceve in prestito i fondi necessari alla realizzazione del progetto e che provvede ai pagamenti dovuti dalla SPV. Sempre il TBV è quindi titolare dei ricavi generati dalla gestione, che utilizza per effettuare pagamenti, onorare il servizio del debito e quindi rimettere alla SPV il surplus eventuale. Nel caso del *Security Trustee*, invece, il finanziamento è effettuato a favore della SPV anche se i ricavi di vendita sono attribuiti al *Security Trustee* il quale, dopo aver provveduto al servizio del debito secondo le condizioni indicate nella convenzione finanziaria, restituisce alla società di progetto i flussi di cassa in eccesso. Il ruolo di *Trustee Borrowing Vehicle* o di *Security Trustee* viene generalmente assunto da una banca. Queste particolari soluzioni servono in circostanze particolari per offrire opportune garanzie ai finanziatori circa il fatto che i flussi finanziari generati dal progetto serviranno innanzitutto a ripagare il debito. Ciò è reso appunto possibile in quanto il TBV o il *Security Trustee* sono titolari o beneficiari giuridici dei ricavi derivanti dai contratti di vendita della Società di progetto. Normalmente, tuttavia, è la Società di progetto ad essere titolare dei ricavi derivanti dalla gestione dell'opera. È quindi la stessa SPV che provvede al servizio del debito anche se, soprattutto quando si tratta di un'operazione internazionale, le banche possono chiedere che venga costituito un conto corrente vincolato (*escrow account*), sul quale vengono versati i ricavi della gestione con disposizioni irrevocabili di pagamento che includono il servizio del debito".

⁶⁰ L'utilizzo della società di persone, in effetti, andrebbe a pregiudicare la posizione dei promotori, compromettendo quell'equilibrio nella ripartizione e composizione dei rischi che è alla base della struttura del *project financing*.

⁶¹ Il concetto di *recourse* indica la possibilità di rivalsa da parte dei finanziatori nei confronti dei promotori.

necessariamente determinato volta per volta in ragione delle caratteristiche concrete dell'opera da realizzare. Se, allora i due modelli di *corporate financing* e *project financing* “puri” sono accumulati da una ripartizione netta ed “assoluta” del rischio (a carico del promotore, nel primo caso, e del finanziatore nel secondo), lo schema di *limited recourse financing* consente il raggiungimento di un migliore equilibrio di interessi, rendendo possibile anche la realizzazione di operazioni che presentano un maggior grado di rischio per i finanziatori, assicurando comunque il contenimento dell'esposizione dei promotori.

Per la valutazione di tale rischio (e, quindi, per la definizione in concreto dell'equilibrio di interessi) avrà importanza fondamentale la corretta definizione del piano economico-finanziario del progetto, con l'individuazione dei possibili ricavi e di tutte le voci di costo. Ovviamente, tale stima risulterà tanto più attendibile e precisa – ferma comunque l'esistenza di diverse tipologie di rischi generici o specifici del progetto – quanto più il progetto atterrà a mercati tendenzialmente standardizzati e a largo impatto, con domanda di beni o servizi stabile o crescente, aciclicità operativa e riduzione dei fattori di rischio (operativi, politici, sociali, *etc.*)⁶².

2.3.5. I rischi del *project financing*

In prima approssimazione, i rischi connessi ad un'operazione di *project financing* - che devono essere gestiti ed allocati nei diversi contratti che disciplinano l'operazione - possono distinguersi in tre categorie:

- (a) rischi relativi alla fase di precompletamento,
- (b) rischi della fase operativa, e

⁶² In questo senso, il *project financing* è stato, infatti, considerato come “una metodologia per la realizzazione di progetti di investimento in mercati ad ampia diffusione, domanda rigida, tecnologia standardizzata, con flussi costanti in situazione di risorse finanziarie scarse, dove gli operatori si suddividono ruoli e rischi per una remunerazione a tempo determinato”. Così, tra gli altri, R. Rismondo, *Operazioni di project financing*, dal corso specialistico in “Esperto in project financing”, anno 2004, presso il MIB School of Management di Trieste, p.1.

(c) rischi generali comuni ad entrambe le predette fasi⁶³.

In buona sostanza, il complesso assetto negoziale del *project financing* realizza l'allocazione dei diversi rischi di cui sopra su quei soggetti che, per vicinanza, sono più in grado di poterli gestire, predisponendo un sistema di garanzie e di assicurazioni idoneo a coprire o minimizzare i rischi stessi.

(segue) i rischi relativi alla fase di precompletamento

Fanno parte di tale categoria i rischi connessi alla fase di costruzione dell'opera, quali il ritardo nel completamento dell'opera stessa, o la realizzazione a costi maggiori di quelli stimati, o con caratteristiche diverse rispetto a quelle necessarie⁶⁴.

La fase di precompletamento copre tutto l'arco temporale che precede la messa in funzione e quindi la gestione dell'opera finanziata e corrisponde a quella in cui si concentrano i maggiori rischi per i finanziatori e per i promotori. A questa fase, infatti, corrispondono gli esborsi dei finanziatori e dei promotori ed i flussi di cassa negativi, legati alla costruzione dell'opera⁶⁵. Inoltre, i tempi ed i costi di realizzazione sono, per comune esperienza, soggetti ad oscillazioni anche sensibili, nonostante

63 Per tale suddivisione si veda la Circolare dell'Associazione bancaria Italiana del 14 agosto 2000, "*Finanziamenti e mutui – aspetti giuridici (pos. 1141 XX) – Project Financing*", da cui si è mutuata la classificazione delle varie tipologie dei rischi.

64 Tali rischi vengono usualmente allocati sul costruttore al quale si richiede il rilascio di *performance bond* o di altre forme di garanzie. Si parla di *performance bond* con riferimento al contratto con il quale si garantisce l'esatto adempimento della prestazione, per evitare il rischio che l'opera non sia realizzata alle condizioni prestabilite, con riferimento ad esempio a tempi, modalità, costi, caratteristiche, o *standard* qualitativi dell'opera stessa. Con riferimento, invece, alla successiva fase di gestione e sfruttamento economico dell'opera, si parla di *maintenance bond*. Per un approfondimento del *performance bond* e, più in generale, delle problematiche relative alle cosiddette garanzie autonome, si rinvia a F. Benatti, *Il contratto autonomo di garanzia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982, I, p. 171; G.B. Portale, *Fideiussione e "Garantievertrag" nella prassi bancaria*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, tomo II, Milano, 1978, p. 1062; L. Pontiroli, *Spunti critici e profili ricostruttivi per lo studio delle garanzie bancarie a prima richiesta*, in *Le garanzie contrattuali. Fideiussione e contratti autonomi di garanzia nella prassi interna e nel commercio internazionale*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1994, p. 41.

65 La costruzione dell'opera è una fase che può durare per un periodo anche lungo, così che, da un lato, si verifica una progressiva crescita dell'esposizione dei soggetti finanziatori nei confronti del progetto, mentre, dall'altro, il progetto non è ancora in grado di produrre flussi di cassa e, dunque, ricavi derivanti dalla gestione del servizio. I finanziatori richiedono spesso, in questa fase antecedente l'avvio della gestione e dello sfruttamento economico dell'opera, garanzie dirette, seppure solo parziali, dagli *sponsors*.

siano stati stimati con attenzione nel piano economico-finanziario. I rischi di questa fase possono suddividersi in: (i) rischi relativi alla pianificazione delle attività⁶⁶; (ii) rischio tecnologico⁶⁷; e (iii) rischio di costruzione o completamento.

Sempre a questa fase attengono i rischi legali connessi al mancato ottenimento di autorizzazioni o permessi o quelli di aumento dei costi o costruzione di un'opera con *standard* prestazionali inferiori alle stime.

(segue) i rischi relativi alla fase operativa

Nella fase operativa, al contrario, rientrano i rischi che attengono all'andamento della domanda del servizio erogato (rischio di mercato) e, dunque, alla possibilità che i flussi di cassa derivanti dalla gestione dell'opera siano inferiori a quelli preventivati, nonché il rischio, per il gestore, di non riuscire a reperire sul mercato, per tutta la durata della concessione, materie prime nei tempi e nelle quantità necessarie, ovvero di subire, nel corso del rapporto, rilevanti fluttuazioni dei prezzi di tali materie (rischio di approvvigionamento)⁶⁸.

In tale fase, in altri termini, si concentrano meno rischi che in quella precedente, perché qui sussistono principalmente flussi di cassa positivi. Tuttavia, il rischio

66 I rischi di pianificazione discendono da possibili errori di pianificazione delle attività o da possibili inconvenienti non stimati, da cui possono derivare aggravii dei costi previsti o ritardi nell'avvio dell'operatività e nella percezione dei flussi di ricavo.

67 Il rischio tecnologico si collega alla scelta della piattaforma tecnologica che sarà utilizzata dall'opera e si identifica nell'alternativa fra la tecnologia più nuova (e quindi più concorrenziale e meno affidabile) e quella più in uso, a minore efficienza concorrenziale.

68 Tali rischi vengono, di regola, gestiti mediante la stipulazione di contratti *take or pay* e *put or pay*. Il contratto *take or pay* viene stipulato tra la società di progetto ed un acquirente del prodotto o del servizio e prevede l'obbligo per questi di acquistare volumi predefiniti del prodotto o del servizio in modo da garantire stabili flussi di cassa alla società di progetto, la quale, in caso di inadempimento da parte dell'acquirente, potrà escutere la penale contrattualmente pattuita. In tali contratti, l'acquirente si impegna ad effettuare taluni pagamenti anche qualora la società di progetto non sia in grado di offrire i servizi o i beni (o il livello atteso degli stessi) per cause alla stessa non imputabili. I contratti *put or pay*, invece, sono contratti di fornitura e di somministrazione che la società di progetto stipula con i suoi fornitori, nei quali vengono pattuiti quantità, qualità, prezzi e modalità di relativo approvvigionamento nel corso del rapporto delle materie prime di cui abbisogna la società di progetto, anch'essi prevedendo il pagamento di una penale per il caso di inadempimento del fornitore.

concreto e proprio di questa fase è proprio legato al possibile assottigliamento di tali flussi positivi.

Il predetto assottigliamento può anzitutto derivare dall'incapacità dell'opera di funzionare secondo le attese considerate nel modello economico finanziario⁶⁹. Inoltre, i beni o i servizi prodotti dall'opera realizzata potrebbero non incontrare, in assoluto o al prezzo ipotizzato, sufficienti livelli di domanda di mercato (o, comunque, livelli non in linea con quelli stimati)⁷⁰.

Sotto altro profilo, la riduzione dei flussi di cassa positivi potrebbero derivare, invece, da un incremento del livello dei costi operativi, per il mutamento del prezzo delle materie prime (in quanto un aumento dello stesso inciderebbe sui costi stimati e, quindi, sui flussi di cassa che possono essere prodotti), o per la difficoltà nel mantenimento, da parte dei fornitori, dei livelli quantitativi e qualitativi attesi (c.d. *supply risk*).

In questa categoria possono essere fatti rientrare, altresì, i rischi connessi ai costi di manutenzione ed operatività in generale dell'opera, tanto maggiori quanto più elevato è il livello di complessità e tecnologia dell'opera stessa.

Da ultimo, rientrano in questa fase i rischi legati alle inefficienze del *management* della società che gestisce l'opera o, più in generale, della struttura organizzativa (incluso quello derivante dalla rigidità della stessa, anche nei rapporti di lavoro). Eventuali difficoltà nella gestione dell'opera durante la fase di esercizio, a causa del *management* o dell'inefficiente organizzazione della struttura societaria, comportano o una diminuzione dell'efficienza dell'impianto o un aumento dei costi di produzione, per la necessità di sostituire le risorse esistenti o migliorare la struttura organizzativa.

⁶⁹ Il rischio di *performance* della fase operativa consiste, infatti, nella sussistenza di livelli prestazionali decrescenti nel tempo, di modo che l'impianto, pur funzionante (e costruito secondo il progetto iniziale), non è in grado di produrre quanto necessario per generare ricavi adeguati. Si pensi, ad esempio, al mutamento delle condizioni climatiche che incide sulla capacità produttiva di un impianto solare o eolico.

⁷⁰ Tale rischio è, ovviamente, maggiore in tutti quei casi in cui l'opera sia destinata alla produzione di beni o servizi diretti immediatamente all'utilizzatore finale e per cui sia quest'ultimo a dover corrispondere il prezzo o la tariffa previsti.

(segue) i rischi generali comuni

Accanto a tali tipologie di rischi, vi sono poi i rischi di carattere generale, che possono incidere in ogni fase del progetto. Fra tali rischi, in particolare, si segnalano:

- i rischi ambientali (tale rischio attiene alle conseguenze derivanti all'ambiente dalla realizzazione e messa in funzione dell'impianto o dell'opera finanziata);
- i rischi finanziari (si tratta di eventi attinenti ai tassi di interesse ed ai fattori valutari ed inflazionistici);
- il rischio politico ed il rischio paese (trattasi di fenomeni qualitativamente simili, ma diversi per crescente intensità, entrambi derivando comunque da scelte governative)⁷¹;
- il rischio legale (il rischio legale attiene a tutti i pregiudizi che possono derivare, in primo luogo ai finanziatori, dalla disciplina giuridica applicabile al progetto, in specie ai contratti o ai profili amministrativi dell'opera, nonché delle norme relative alla tutela giudiziaria); e
- il rischio di forza maggiore (si tratta di rischi consistenti in eventi catastrofici quali terremoti, cataclismi, inondazioni, *etc.*, il cui verificarsi pregiudicherebbe definitivamente il progetto).

2.4. I promotori: ruolo e tipologie di intervento ed interessi

Alla luce di quanto si è fin qui detto e ricostruito, può coerentemente trarsi la conclusione che – sotto un profilo soggettivo – l'essenza di un'operazione di *project financing* risiede nella costruzione e composizione, attraverso il veicolo giuridico costituito dalla società di progetto, di una molteplicità di interessi e rischi allocati tra soggetti diversi.

⁷¹ Tale rischio deve essere valutato con attenzione soprattutto quando il progetto venga effettuato in un paese straniero o in via di sviluppo o in un'area geopolitica soggetta a mutamenti o instabilità. In questo senso, la partecipazione del governo locale al progetto o, comunque, la stipulazione di accordi programmatici o di collaborazione con lo stesso, può costituire uno dei pochi fattori di mitigazione del rischio in esame.

Tali soggetti – come ovvio – partecipano all’investimento (in termini di risorse umane, finanziarie, di *know-how* e via dicendo) se viene loro prospettata una combinazione rischio-rendimento accettabile. Per alcuni dei soggetti coinvolti, peraltro, l’interesse non va inteso esclusivamente in termini finanziari: la convenienza della partecipazione all’operazione può, infatti, dipendere anche dai vantaggi di natura strategica che essa genera (per esempio, in termini di mercati di sbocco o di canali di approvvigionamento) o, per dei soggetti pubblici, dalle economie esterne che consente di realizzare, o, ancora, dai ritorni in termini reputazionali o concorrenziali per il sistema-paese.

L’esistenza di un equilibrio complesso fra interessi differenti fa sì che, per ciascuno dei soggetti coinvolti, la professionalità, solidità ed esperienza degli altri partecipanti all’operazione acquisti interesse prioritario.

In questo senso, per i finanziatori (oltre che per la Pubblica Amministrazione concedente, nel caso di *public private partnership*) e per i fornitori la presenza di promotori affidabili ha valenza sicuramente determinante.

Al variare dei promotori può corrispondere, agli occhi dei finanziatori, una differente credibilità dell’iniziativa di *project financing* e, quindi, una diversa propensione a “scommettere” sul successo della stessa: l’interesse tipico dei finanziatori di un progetto coincide con il successo del progetto stesso e, in pratica, con il conseguimento dei flussi di cassa; unico elemento, questo, in grado di permettere effettivamente il rimborso del prestito⁷². In questo contesto, anche l’utilizzo di un

⁷² Nota F. Merola, *op.cit.*, che “[m]olto spesso tra i promotori assumono una posizione preminente le imprese tecnicamente specializzate nella gestione del progetto che si va a realizzare (“project manager veri e propri”). Oltre a questi operatori, che in verità non in tutti i contesti dimensionali e geografici sono disponibili con le medesime caratteristiche di specializzazione industriale nella gestione del processo, possono far parte della compagine degli sponsor anche imprese interessate a specifiche fasi del progetto (costruzione, fornitura, ecc.). In questi casi per le banche è fondamentale valutare innanzitutto la rilevanza di eventuali conflitti di interesse, onde evitare che possa indebolire troppo la tenuta nel tempo della qualità di gestione del progetto, per l’affievolirsi dell’impegno da parte di operatori che hanno già realizzato il profitto atteso solo su determinate fasi dell’iniziativa. A tale specifico riguardo, un aspetto rilevante da considerare è quello del prezzo delle forniture al progetto applicato da eventuali promotori fornitori. Per garantire la congruità del prezzo di fornitura, viene spesso sottoscritto dalla SPV un contratto che per i rapporti di medio-lungo periodo viene corredato da adeguate formule e clausole volte a garantire la congruità dei costi. Si tratta di una garanzia diretta anche alle banche finanziatrici le quali – al fine di evitare che si possano favorire rispetto a loro i promotori-fornitori del progetto – si riservano il diritto di verificare e controllare l’effettiva concretezza di queste pattuizioni. Per i costi di costruzione, quando non si ha a che fare con

project financing del tipo *with limited recourse* assume più che altro una funzione di stimolo per ridurre il rischio di abbandono del progetto intrapreso o, comunque, è funzionale a consentire la copertura di altri rischi non altrimenti allocabili⁷³.

I promotori sono non solo coloro che assumono l'iniziativa di realizzare un determinato progetto e di attuarlo mediante la tecnica del *project financing*, ma costituiscono anche i soggetti che, di norma, diventano poi i soci della società di progetto⁷⁴. Sono i promotori che, perciò, forniscono alla SPV quella parte delle risorse finanziarie, che non sono coperte dai finanziamenti assunti dal veicolo, di cui la stessa abbisogna per la realizzazione dell'opera⁷⁵. E sono sempre i promotori che, poi, attraverso la SPV, gestiscono l'opera e ne assicurano il funzionamento.

Quella dei promotori, quindi, è la figura più presente nell'arco di durata di un'operazione di *project financing*: essi, infatti, avviano la fase progettuale dell'opera, ne seguono la realizzazione (anche con l'assunzione in proprio del ruolo di appaltatori verso la SPV ovvero di fornitori o manutentori o consulenti), nonché la successiva fase gestoria, spesso attraverso la conclusione di patti parasociali volti a disciplinare la propria posizione in seno al funzionamento sociale. Neppure la costituzione della SPV, quindi, conduce ad una significativa riduzione del ruolo e dell'importanza dei promotori, pur avendo l'effetto di limitarne l'esposizione.

procedimenti competitivi – anche di tipo privatistico – le banche effettuano comunque delle loro verifiche di congruità, magari attraverso perizie commissionate ad esperti indipendenti di loro fiducia”.

73 Le altre garanzie eventualmente previste al fine del raggiungimento dell'equilibrio contrattuale, infatti, hanno un ruolo complementare e non assumono mai la centralità che le stesse tipicamente hanno nelle operazioni di *corporate financing*. Unica effettiva componente di rimborso è il successo del progetto e la sua capacità di generare flussi di cassa a servizio del debito: è naturale, perciò, che la professionalità, l'esperienza, l'affidabilità e la solidità degli *sponsors* entrino pienamente fra le considerazioni che guidano la valutazione di bancabilità del progetto da parte dei finanziatori.

74 Nota F. Merola, *op.cit.*, che nel contesto italiano, il termine promotore ha assunto un suo peculiare e specifico significato giuridico. L'A. evidenzia che, con questo termine, “*si definisce il soggetto che, essendo in possesso di determinati requisiti, presenta alla PA una proposta per la realizzazione e gestione di opere pubbliche o di pubblica utilità e, in virtù di tale proposta, beneficia di un diritto di prelazione (“first refusal”) per il quale, qualora in fase di gara ci fossero offerte economicamente più vantaggiose della propria, può comunque decidere di aggiudicarsi la commessa alle migliori condizioni proposte alla PA dai concorrenti*”.

75 Così riporta anche G.B. Nuzzi, *op.cit.*, p. 705, il quale si rifà a A.M. Balestrieri, *Il soggetto promotore*, in *Contr. impr.*, 1996, p. 253. Si consideri che le risorse per l'investimento in un *project financing* proviene, di norma, per circa il 70% da capitale di debito e solo per il 30% da conferimenti di *equity*.

2.4.1. Le diverse tipologie di *promotori*

In termini statistici, il ruolo di promotori è stato assunto, in passato, prevalentemente da gruppi di imprese operanti in un determinato settore, ma che non necessariamente avevano quale oggetto tipico di attività quello del progetto⁷⁶. Scopo di tali gruppi di imprese era quello di creare una nuova occasione di *business* per le proprie aziende attraverso la realizzazione di un'opera ideata e sviluppata nel contesto di un veicolo comune, gestito attraverso regole di *governance* condivise. Potrebbe questo, ad esempio, essere il caso di un *project financing* finalizzato alla realizzazione di una struttura carceraria ed alla sua conseguente gestione, nella quale interviene come promotore un'impresa interessata alla possibilità di avvalersi della forza lavoro dei detenuti o a vendere i propri prodotti di sicurezza o, ancora, a offrire i propri servizi di ristorazione, etc.⁷⁷. Più in generale (e più tipicamente, per la sensibilità nazionale) può pensarsi all'ipotesi di aggregazione tra un costruttore di impianti energetici, un gestore, un manutentore ed una azienda estranea al settore energetico (che necessiti di energia per la propria operatività aziendale). In questa ipotesi si riscontrano promotori operanti nel settore di sviluppo del progetto ed altri estranei allo stesso, ma che possono comunque trarne utilità, più o meno diretta, per lo sviluppo del loro *core business*.

Con l'accrescere della complessità delle operazioni e del numero e tipologia di soggetti coinvolti nel *project financing*, la categoria dei promotori ha evidenziato una proporzionale diversificazione di ruoli ed interessi. La classificazione delle diverse tipologie sconta, così come per le differenti forme di *project financing*, la dinamicità della fattispecie e la possibilità che nello stesso soggetto si concentrino più ruoli ed interessi, anche diversi; e ciò a maggior ragione, come si vedrà, in presenza di

⁷⁶ Per come detto, possono essere *sponsors* di un'iniziativa anche aziende che non svolgono la propria attività nel settore produttivo o merceologico in cui viene calato il progetto, ma che hanno, in ogni caso, indirettamente e per altri motivi, interesse alla sua realizzazione.

⁷⁷ Per un'analisi del *project financing* nel settore penitenziario nel Regno Unito si veda A. de Angelis, *Project financing: L'esperienza anglosassone in tema di realizzazione e gestione degli istituti penitenziari*, in www.edilportale.com, che riporta uno schema in cui l'ente pubblico corrisponde un corrispettivo alla SPV per ogni detenuto, a fronte della prestazione del servizio di detenzione nella struttura carceraria costruita e gestita dalla stessa SPV.

soggetti “complessi” e che, a loro volta, sono centri di aggregazione di altri e diversi interessi particolari. Inoltre, in un’operazione di *project financing* si possono avere anche più promotori raggruppati in *joint venture* per la realizzazione del progetto, complementari tra loro e congiuntamente volti a conseguire i benefici di natura economica che derivano dalla gestione imprenditoriale degli impianti e delle opere realizzate⁷⁸.

Ciononostante, volendo provare una ricostruzione sistematica delle possibili figure principali di promotori, appare utile utilizzare quale parametro di riferimento l’obiettivo primario (o quantomeno tipico) che il promotore persegue con la partecipazione all’operazione di *project financing*.

2.4.2. (segue) I promotori “industriali”

Come già accennato, la prima tipologia di promotori è sicuramente costituita da quelli “industriali”.

Fra questi rilevano, anzitutto, quelli che promuovono un progetto, o partecipano alla sua promozione, nell’ambito del, e strumentalmente al, proprio *core business*. Ne costituisce esempio classico il settore energetico: alla realizzazione di una centrale di produzione di energia elettrica possono, infatti, risultare interessati, dal punto di vista industriale ed a vario titolo, diverse categorie di imprese che operano nel settore come fornitori di *input* (ad esempio, prodotti petroliferi o distribuzione del gas ovvero smaltimento dei rifiuti) o “grandi” utilizzatori⁷⁹.

⁷⁸ Nota F. Merola, *op.cit.*, che questa eventualità è tipica dei progetti più grossi di matrice internazionale, ma trova spesso attuazione anche su scala ridotta, dove più che la condivisione dei rischi assume spesso una sua rilevanza la complementarità delle professionalità necessarie alla realizzazione e gestione dell’iniziativa, nonché la disponibilità delle risorse finanziarie richieste.

⁷⁹ In questo senso, pensando alle nuove fonti energetiche (e, quindi, ad un settore in cui maggiore può essere nel breve-medio periodo lo sviluppo di iniziative anche molto significative) può farsi l’esempio dell’azienda che gestisce discariche di rifiuti e che, quindi, è particolarmente interessata a rendersi promotrice di un’iniziativa per la realizzazione (e, sperabilmente, anche la gestione) di un centrale che utilizzi proprio i rifiuti per la produzione di energia elettrica da vendere agli stessi soggetti che hanno prodotto i rifiuti e/o da sfruttare per l’alimentazione degli inceneritori o, comunque, dell’azienda di gestione dei rifiuti.

Può farsi rientrare nella categoria degli *sponsors* “industriali” anche quel soggetto che abbia interesse alla costruzione dell’opera o dell’impianto di cui si è reso promotore⁸⁰. Da questa sovrapposizione di funzioni, se, da un lato, deriva una concentrazione di rischi in capo al medesimo soggetto, dall’altro, può conseguire anche una maggiore affidabilità dell’iniziativa agli occhi dei finanziatori e degli altri partecipanti all’operazione, che percepiranno – al di là del rischio di concentrazione – un aumento dell’interesse al buon esito del progetto e dell’impegno del promotore, in assenza, evidentemente, di conflitti di interessi⁸¹.

Da ultimo, devono farsi rientrare fra gli *sponsors* “industriali” anche quei soggetti interessati a fornire altri servizi o forniture nell’ambito dell’iniziativa progettuale. Tali sono, anzitutto, i fornitori delle materie prime, ma anche quelli interessati a prestare attività di progettazione, consulenza tecnica o, non ultimi, gli *advisors* finanziari e industriali. Attraverso la partecipazione all’iniziativa in veste di promotori, tali soggetti possono assicurarsi una posizione di vantaggio per l’affidamento di grandi incarichi o commesse in un mercato sovente abbastanza concentrato.

2.4.3. (segue) I promotori pubblici

Altra categoria tipizzabile di *sponsors* è quella rappresentata dai soggetti pubblici che, attraverso la promozione della realizzazione di opere ed infrastrutture, intendano esercitare le proprie prerogative istituzionali e realizzare interessi pubblici.

Ancora, per cambiare comparto di mercato, può pensarsi a delle società specializzate nel trasporto ferroviario o nelle forniture relative, che, congiuntamente, assumano la veste di promotori per la realizzazione di una nuova tratta ferroviaria, al fine di aprire nuove linee di collegamento e raggiungere così nuova clientela.

⁸⁰ Negli esempi di cui alla precedente nota 79, quindi, si tratterà dell’impresa che costruisce centrali o reti ferroviarie o altre infrastrutture. A tali soggetti, nell’ambito delle operazioni di *project financing*, è attribuito sia il ruolo di promotore e socio della SPV che quello di appaltatore e controparte della stessa SPV.

⁸¹ Nell’ipotesi descritta, infatti, da un lato, è maggiore il coinvolgimento e l’interesse del promotore-appaltatore affinché l’iniziativa vada a buon fine e l’opera sia in grado di generare i flussi di cassa necessaria a servire il debito, pagare l’appaltatore e remunerare l’*equity* investito e, dall’altro, il particolare coinvolgimento del promotore-appaltatore potrà risultare funzionale anche nella fase di gestione dell’opera, in considerazione della capacità dello stesso di intervenire in caso di problematiche costruttive o manutentive.

La partecipazione diretta all'iniziativa, per come visto, può essere funzionale a consentire un maggior controllo rispetto alla fase di gestione dell'infrastruttura da parte dei promotori "industriali" privati, nell'interesse della collettività, o a partecipare ai potenziali utili dalla stessa generati o, ancora, solo a consentirne la realizzazione, trattandosi di un'opera "tiepida" (per cui si rende necessario, quindi, l'apporto di *equity* pubblico, in via esclusiva o concorrente con quello di natura privata). Le ragioni più ricorrenti della partecipazione diretta all'iniziativa da parte della Pubblica Amministrazione sono, comunque, essenzialmente riconducibili alla volontà di mantenere, "dall'interno", il controllo pubblicistico della qualità delle opere, dei servizi erogati e delle condizioni di erogazione, senza, però, dover sopportare interamente il peso economico-finanziario della loro realizzazione. In aggiunta a queste motivazioni, non manca spesso la dichiarata intenzione di portare nelle casse pubbliche parte dei benefici economici dell'operazione⁸².

Esempio di particolare immediatezza e rilevanza può essere rappresentato dal settore idrico e dai consorzi di enti locali, appartenenti alla medesima area geografica, che si rendono promotori di SPV a capitale misto pubblico-privato (nell'ambito, perciò, di operazioni di partenariato), finalizzate alla costruzione, ed alla successiva gestione, di acquedotti ed opere idriche in generale.

2.4.4. (segue) I promotori "investitori"

Se le prime due categorie di promotori sopra descritte rappresentano, per così dire, le figure più tradizionali di promotori, senza dubbio più recente è l'emersione di soggetti che, al di fuori di qualsiasi attinenza industriale al progetto o di interessi pubblici, siano interessati a partecipare esclusivamente al fine di conseguire i rendimenti generati dall'iniziativa.

⁸² Nota F. Merola, *op.cit.*, che da questa partecipazione può derivare un'eventuale interferenza con i normali meccanismi di funzionamento del mercato, tra l'altro anche in termini di terzietà della Pubblica Amministrazione rispetto ai soci privati nel corso dell'intero periodo di gestione delle opere realizzate: quanto più la Pubblica Amministrazione partecipa attivamente alla gestione del progetto, tanto più il soggetto pubblico rischia di perdere la funzione di "arbitro" indipendente dal giocatore. Tale funzione viene, quindi, demandata alle *authorities* indipendenti.

Si tratta, in altre parole, di investitori più o meno istituzionali, interessati alle possibili combinazioni di rischio-rendimento tipiche delle operazioni di *project financing*: potranno aversi, quindi, tanto soggetti altamente speculativi, che prediligeranno progetti a vocazione prettamente industriale e privata, quanto soggetti più istituzionali, interessati, invece, alla diversificazione del rischio di portafoglio o a rendimenti stabili e mediamente sicuri, quali quelli ritraibili dal settore infrastrutturale e dalle opere di interesse pubblico in generale.

Tali soggetti, quindi, hanno un interesse prettamente finanziario a conferire capitali nell'iniziativa, per sottoscrivere partecipazioni sociali nella SPV e beneficiare dei dividendi che da questa saranno distribuiti una volta rimborsato il prestito ai finanziatori e remunerati fornitori ed appaltatori.

Tale tipologia di soggetti non fornisce, tipicamente, un *know how* tecnico allo sviluppo ed al successo dell'operazione, né apporta un'esperienza industriale nel settore trattato. Tuttavia, la presenza di tali soggetti e l'esperienza di investimento finanziario degli stessi può costituire un indice significativo di solidità e credibilità dell'iniziativa anche per i terzi finanziatori.

Da un punto di vista pratico, però, la presenza di questi promotori può anche significare, in ragione dell'orizzonte temporale di investimento degli stessi, una maggiore tensione finanziaria dell'iniziativa. In altri termini, tanto più breve sarà l'orizzonte di investimento di tali soggetti, tanto maggiore sarà la pressione che gli stessi eserciteranno affinché la SPV acceleri il servizio del debito e la remunerazione dell'*equity* investito. Non solo, al decrescere dell'orizzonte di investimento risulterà parimenti decrescente la stabilità dell'azionariato della SPV.

I soggetti che rientrano in questa categoria sono, principalmente, gli investitori istituzionali, ovvero le banche, i fondi pensione, le casse previdenziali e assistenziali, le assicurazioni, le fondazioni, i fondi di fondi e gli investitori privati dotati di elevato patrimonio personale (con propensione al rischio e ad un investimento non liquido

nel breve periodo), nonché taluni grandi gruppi industriali (interessati alla diversificazione della gestione extracaratteristica di lungo periodo)⁸³.

Si tratta, in pratica, di investitori alla ricerca di elevati rendimenti per i propri capitali, che si avvicinano alle operazioni in *project financing* con prospettiva speculativa, ma sprovvisti delle competenze tecniche di settore per l'*origination* e lo *scouting* delle possibili operazioni, nonché delle capacità manageriali per incidere sulla gestione del progetto in modo da assicurarne (per quanto possibile) il buon esito.

La domanda di investimento di questi potenziali “promotori” e la relativa inesperienza di larga parte degli stessi (almeno nel settore infrastrutturale) hanno stimolato l’interesse dei gestori professionali del risparmio ed in particolare dei fondi o veicoli di *private equity*⁸⁴.

2.5. I veicoli di *private equity* come *sponsors* “complessi”; molteplicità degli interessi coinvolti e loro composizione

I principali investitori dei fondi attivi (e variamente specializzati) nelle operazioni di *project financing* e, in particolare, nel settore delle infrastrutture sono quelli “istituzionali” che trovano, come detto, nell'*asset* infrastrutturale caratteristiche per loro essenziali quali la stabilità dei flussi di cassa, la bassa volatilità ed i buoni rendimenti correlati all’inflazione. Molti fra questi soggetti preferiscono investire in un fondo di *private equity* specializzato, piuttosto che operare direttamente su un mercato non proprio, per una serie di ragioni piuttosto evidenti, tra cui:

83 Ovviamente, taluni dei soggetti indicati, in concreto, potrebbero rientrare anche nella categoria degli *sponsors* “industriali”, perché interessati, ad esempio, alle possibilità di co-investimento, al ruolo di *advisors*, a quello di finanziatore, etc. In tali ipotesi, tipicamente, i due *driver* di partecipazione all’operazione di *project financing* possono concorrere, interessando momenti diversi dell’operatività di tali soggetti. Così, al fine di ottenere vantaggi competitivi sul fronte “industriale”, il *chip equity* che viene richiesto per prendere parte all’operazione di investimento viene ad essere valutato da parte del potenziale investitore apprezzata sotto il profilo della convenienza economico-finanziaria.

84 Uno spaccato globale di tali investitori nell’ambito delle energie rinnovabili, delle rispettive caratteristiche, delle *performances* e delle potenzialità che offrono i fondi di investimento in questione è stato recentemente tracciato da O. Bodini, *La corsa all’oro verde*, nel mensile *Patrimoni*, 2008, n. 107 del luglio 2008, Milano finanza, p. 23.

- (i) la mancanza di esperienza specifica;
- (ii) la mancata conoscenza delle dinamiche locali per vincere eventuali gare pubbliche;
- (iii) la mancanza di un *network* di relazioni settoriali tale da originare e creare nuove opportunità di investimento; e
- (iv) la necessità di intrattenere rapporti continui con i rappresentanti, locali e nazionali, delle forze politiche e sociali.

In definitiva, la complessità dell'ambiente economico, sociale e politico che gravita attorno ad una società attiva nel settore delle infrastrutture (o ad una infrastruttura), non lascia altra scelta se non quella di rivolgersi ad un intermediario specializzato⁸⁵. Il costo di *origination* e *scouting*, per gli investitori istituzionali, risulterebbe assolutamente sproporzionato, perché – operando senza “intermediari” – avrebbero un mercato di riferimento per la segnalazione e l'esame delle opportunità di investimento decisamente troppo esteso e, comunque, di difficile penetrabilità. Inoltre, per ciascuno di tali mercati (settoriale o geografico) vi sarebbero regole e normative diverse, sensibilità sociali e politiche, vincoli amministrativi peculiari.

Sotto altro profilo, investendo in fondi di tipo infrastrutturale, piuttosto che in singoli titoli infrastrutturali, gli investitori oltre ad accedere alle capacità manageriale del gestore nella selezione e gestione delle operazioni, possono anche partecipare ad investimenti che richiedono volumi di accesso più elevati rispetto alle possibilità dei singoli investitori, isolatamente considerati (fosse anche solo per consentire a questi una sufficiente diversificazione dei rispettivi portafogli di investimento)⁸⁶.

Anche gli investitori “pubblici” e quelli “industriali” sono interessati ai fondi infrastrutturali, i primi perché possono tentare così di avere influenza su grossi

85 Ad esempio, risulta difficile ipotizzare che un fondo pensione statunitense possa direttamente investire in un interporto del Sud Italia.

86 Già nel 1987, M. Vitale definiva questa attività come quella di “*imprenditori del rischio che mettono insieme spirito imprenditoriale, competenze di scienziati, tecnici, capacità manageriali, finanziarie e organizzative, contatti nazionali e internazionali, e capitale di rischio proprio e di altri per promuovere nuove imprese, per rivitalizzare e lanciare in un nuovo ciclo di sviluppo vecchie imprese, per stimolare imprese minori a raggiungere più adeguate dimensioni e per sviluppare e diffondere, in forma di impresa, nuove tecnologie*” (L'intervento è riportato in AIFI, *Venture Capital, Capitale di Rischio per lo sviluppo*, Milano, 1990).

quantitativi di investimento e, i secondi, per la possibilità di co-investire con il fondo o di avere nuove possibilità di *business*.

Le ingenti risorse finanziarie in questo modo movimentabili, la credibilità derivante dalla presenza di gestori professionali e grossi investitori istituzionali (che consente un più facile accesso ai finanziamenti), nonché la professionalità dei *team* di gestione (che svolgono un ruolo attivo sia nella *governance* della SPV che nel controllo dell'operato del *management* di questa)⁸⁷, consentono di affermare che i fondi infrastrutturali possono (e potranno ancor più in futuro) ricoprire un ruolo fondamentale nello sviluppo di nuove infrastrutture o nell'adeguamento di quelle esistenti, con potenziali benefici anche per le collettività interessate. Le esigenze di investimento e diversificazione del portafoglio dei grossi investitori istituzionali e professionali si fondono, quindi, con le istanze sociali ed economiche di lungo periodo. I fondi infrastrutturali sono, in questo senso, veicoli finanziari che lavorano, tendenzialmente, con una logica di *private equity*, ma che assumono anche una connotazione di investimento ibrido, in quanto operano in un settore a forte valenza sociale.

Sotto un diverso profilo, però, l'investimento in fondi infrastrutturali presenta per gli investitori (privati o istituzionali) rischi legati sia alla loro natura di veicoli gestiti da un soggetto terzo, sia alle peculiarità degli *asset* in cui investono.

L'utilizzo dello strumento del fondo (o meglio del veicolo, sia esso un fondo comune di investimento italiano, una *limited partnership* o una altra forma tecnica di patrimonio di pertinenza di più soggetti gestito da un operatore professionale) presenta le normali criticità connesse all'“*adverse selection*” ed al “*moral hazard*” – che

87 Su questo punto, in particolare, una copiosa letteratura ha evidenziato, nell'ambito del *private equity*, l'importanza dell'*active ownership* dei fondi ai fini della realizzazione di valore. Se, in generale, è ormai unanimemente riconosciuta l'importanza fondamentale delle risorse umane per il buon funzionamento di un'organizzazione; nel *private equity*, in particolare, esse rappresentano uno dei fattori critici di successo dell'iniziativa (cfr. McKinsey, *Why some private equity firms do it better than others?*, in *McKinsey Quarterly*, n. 1, 2005. L'indagine è stata condotta su un campione di 60 operazioni, 20 realizzate negli Stati Uniti e 40 in Europa). L'apporto di un operatore professionale può riguardare principalmente: (i) competenze strategiche, (ii) competenze industriali, (iii) competenze finanziarie, (iv) sistema di controllo, (v) risorse manageriali, (vi) *network*, (vii) reputazione e credibilità (c.d. effetto *rating*).

tipicamente sussistono nel caso di scissione fra investitore ed oggetto di investimento – cui si aggiungono quelle del mercato sottostante.

L'*adverse selection* riguarda la asimmetria informativa detenuta dall'investitore nel momento in cui sceglie dove investire. Il *moral hazard* riguarda, invece, la possibilità che il *management* dell'azienda in cui si investe possa successivamente operare per i propri fini e non per la crescita di valore nell'interesse degli investitori.

Ancora, come può accadere in qualsiasi fondo di *private equity*, sussiste il rischio che un *management team* non adeguatamente esperto e professionale possa compiere errori nella selezione e valutazione delle occasioni di investimento, non essere in grado di interloquire con le forze politiche e sociali del territorio, non riuscire ad interpretare correttamente la domanda di servizi infrastrutturali e ad interagire con le autorità che regolano i meccanismi tariffari delle infrastrutture. Questo rischio è, ovviamente, maggiore in assenza di specializzazione settoriale o geografica del *management*.

Quanto sopra si traduce nella necessità di definire equilibri negli assetti di governo e di gestione del fondo, in modo da evitare che le asimmetrie informative esistenti, piuttosto che il peso specifico degli investitori che hanno promosso l'iniziativa, o ancora le vicende interne al *management* del fondo, possano portare a perseguire l'interesse primario di taluni soggetti a scapito di quello comune di tutti gli investitori o, fermo questo, a comprimere a tal punto l'interesse pubblico all'opera da generare una reazione di "rigetto" sociale o politico dell'iniziativa.

La natura di investitori sostanzialmente "passivi" che caratterizza, in principio, i partecipanti ad un fondo comune di investimento consente, in termini generali, di identificare l'interesse comune degli stessi (salva, ovviamente, l'ipotesi in cui uno specifico interesse o obiettivo non sia specificamente espresso in fase di raccolta delle quote: si pensi ai c.d. fondi etici o a quelli in cui si accetta un rendimento meno competitivo sul piano di mercato per realizzare l'obiettivo di promuovere lo sviluppo di una data area geografica) nella massimizzazione del ritorno dell'investimento effettuato.

Su tale interesse "collettivo" dei partecipanti ad un fondo, vengono, però, ad innestarsi quelli particolari dei singoli investitori e dello stesso gestore: la natura

captive ovvero indipendente di questo, la presenza fra gli investitori dei soci del gestore, di entità facenti parte del medesimo gruppo cui appartiene il gestore, o di soggetti “industriali”, di *advisors* o banche finanziatrici può generare possibili conflitti di interessi idonei ad incidere sulla capacità del fondo di raggiungere il predetto obiettivo comune⁸⁸.

La presenza di questo possibile effetto distorsivo, unito all’asimmetria informativa che normalmente caratterizza le gestioni collettive, potrebbe avere l’effetto di generare nei potenziali investitori, seppur interessati all’iniziativa, la tendenza a ritrarsi dall’investimento.

La composizione dei diversi interessi coinvolti richiede il raggiungimento di un complesso *mix* di *governance*, informativa, procedure organizzative e di controllo, nonché di regole chiare in materia di gestione dei conflitti di interessi e remunerazione del management e del gestore. La definizione di regole e principi di *governance* sia a livello del gestore che del veicolo, nonché l’introduzione di una differenziazione fra le classi degli investitori e di un potere di controllo - in capo a quegli investitori posti in situazione di terzietà - sull’operato del gestore e sulle principali operazioni di gestione, costituiscono istanze ormai pacificamente accettate fra gli operatori internazionali e nazionali.

Nei fondi o veicoli in esame, le decisioni di investimento spettano all’intermediario professionale che si occupa della gestione. In questo senso, l’affiancamento di *advisors* esterni nella fase di identificazione degli investimenti, così come la definizione di una politica di remunerazione del gestore legata direttamente ai risultati del servizio prestato (attraverso commissioni di *performance* variamente configurate, ma comunque tendenti a riconoscere la partecipazione di questo e del suo *management* alla parte di rendimento che eccede quello fissato come obiettivo di gestione), consentono di realizzare un sostanziale allineamento degli interessi di tale gestore con quello del gruppo degli investitori.

La commercializzazione a livello internazionale (il c.d. *fund raising*) e, ormai anche domestico, di un fondo che non rispondesse efficacemente a queste esigenze degli

⁸⁸ Sul tema dei conflitti di interesse vd. *infra* nel testo.

investitori, pur offrendo alti rendimenti obiettivo (non garantiti, ovviamente) resterebbe, con estrema probabilità, nulla più che un tentativo destinato a potenziale fallimento. Per il successo del processo di raccolta di capitali è fondamentale che lo *sponsor* dell'iniziativa abbia una forte credibilità sui mercati finanziari e si faccia attenzione, in fase di progettazione del fondo, a rendere evidente la convergenza tra gli interessi del gestore e quelli degli investitori. Al di là della qualità del materiale commerciale e del *network* di contatti che è possibile attivare in sede di commercializzazione, le scelte adottate, con riferimento alla struttura dell'operazione, ai rapporti fra il gestore e gli investitori e fra le diverse categorie di investitori, costituiscono il momento fondamentale per il possibile successo di una nuova iniziativa⁸⁹.

Infatti, i sottoscrittori delle quote di un fondo sono investitori che conferiscono capitale in virtù del rapporto di conoscenza e/o di fiducia maturato nei confronti dei gestori, nonché tenendo in considerazione le istanze di controllo dell'investimento che l'assetto di *governance* dell'iniziativa consente di mantenere ed esercitare.

La possibilità, in concreto, di esercitare tali prerogative e di avere visibilità dell'andamento dell'investimento effettuato (tanto più importante quanto più alta è la significatività dell'investimento effettuato rispetto alle disponibilità del soggetto e quanto maggiore è il profilo di rischio dell'operazione) è anche funzione, durante la vita del fondo, della qualità delle informazioni che il gestore mette a disposizione degli investitori gestiti. L'informazione periodica agli investitori sulle attività del fondo rappresenta un elemento utile a consolidare nel tempo il rapporto di fiducia tra le parti, in quanto permette agli stessi di essere al corrente sull'andamento delle partecipazioni in portafoglio e, quindi, di poter, se del caso, esercitare i diritti e le prerogative riconosciuti dal regolamento del fondo.

A determinare il successo di un'iniziativa del tipo di quella sinteticamente delineata nel presente paragrafo, pertanto, concorrerà (oltre all'esistenza di un mercato delle infrastrutture da realizzare tale da suscitare l'interesse degli operatori) anche la

⁸⁹ Un ulteriore fattore, che incide sul superamento del *moral hazard* e dell'*adverse selection*, risiede nella possibilità, per il gestore, di evidenziare un *track record* positivo.

circostanza che la struttura ipotizzata per raccogliere i capitali destinati alla realizzazione dei diversi investimenti risulti in grado di equilibrare le istanze delle diverse tipologie di investitori – e, quindi, di potenziali promotori, “industriali”, “pubblici” o “investitori” – oggetto di coinvolgimento.

In questo senso, si può ben affermare che la crescita del *private equity* è un classico esempio di come la innovazione organizzativa, anche nel contesto di cambiamenti di carattere regolamentare e di regime fiscale, può aumentare gli investimenti in un particolare settore. Nel settore in esame, in particolare, l'innovazione organizzativa fondamentale è stata indubbiamente rappresentata dall'adozione, nei paesi anglosassoni, della cosiddetta *limited partnership* quale mezzo (veicolo) per organizzare gli investimenti in *private equity*. Tale forma organizzativa trova impiego, ad oggi, anche nelle iniziative specializzate nel settore infrastrutturale.

Ai principi ed alle regole di questa forma organizzativa, inoltre, tende sempre più nettamente il mercato nazionale dei fondi comuni, anche infrastrutturali.

3. I fondi infrastrutturali

3.1. Lo sviluppo dei fondi infrastrutturali

Le dinamiche di crescita del settore infrastrutturale e le caratteristiche di questo tipo di investimento, descritte nel capitolo precedente, hanno creato grande attenzione nel mondo imprenditoriale e finanziario, ed in particolare nel settore del *private equity*⁹⁰. Così, al fianco dei fondi che investono nel mercato delle infrastrutture quotate⁹¹, sono nati numerosi veicoli finanziari specializzati: i fondi di *private equity* per le infrastrutture.

Pronosticare ulteriore successo ed affermazione per questi fondi è, tutto sommato, “semplice”: essi investono, dopo una accurata selezione, su operazioni a lungo termine che presentano un basso rischio operativo, un rendimento stabile e prevedibile, in settori regolamentati e non particolarmente competitivi (in virtù delle limitazioni di accesso dovute anche alle prerogative di autorizzazione rimesse alla Pubblica Amministrazione). In realtà, dietro questa apparente semplicità, le dinamiche entro cui si articolano rapporti e relazioni tra i diversi operatori del settore delineano un complesso equilibrio fra i vari interessi e, peraltro, giustificano la

90 Gli investimenti in *private equity* raggruppano un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase del ciclo di vita aziendale che attraversa l'azienda *target* durante l'operazione, sia della tecnica di investimento utilizzata, quali: (i) *Seed Capital* (investimenti in fase di *start-up* e senza fatturato); (ii) *Venture Capital* (investimenti in società avviate, ma con flussi di cassa negativi e grandi potenzialità di crescita e fabbisogni di cassa per finanziare il lancio dei prodotti o sviluppare il mercato); (iii) *Development Capital* (investimenti in società avviate, con flussi di cassa positivi in rapida crescita con fabbisogni di cassa legati allo sviluppo del mercato); (iv) *Management Buyout - Management Buyin* (società medio/grandi dove il *management* assume un ruolo di imprenditore, rilevando l'azienda, assieme ad un fondo di *private equity*; in particolare, si chiamano MBO le operazioni in cui l'azienda è acquistata dal proprio *management* e MBI quelle in cui l'azienda è acquistata da manager *esterni*); (v) *Special Situation* o fondi di *Turnaround* (investimenti in aziende in crisi, a propria volta suddivise in *Turnaround Operativi* e *Turnaround Finanziari*). In tutte le menzionate operazioni obiettivo primario è, comunque, quello di creare plusvalenze nel medio - lungo periodo attraverso la futura cessione della partecipazione così acquisita.

91 L'attività di *private equity*, infatti, non è condizionata dalle dimensioni delle società nelle quali detti investimenti vengono effettuati, né dalla specializzazione settoriale delle stesse, né dall'ammontare della partecipazione acquisita nelle medesime, né, infine, dalle modalità tecniche ed operative di realizzazione di ciascun intervento.

sempre maggiore complessità delle strutture stesse, nonché la progressiva definizione di una prassi internazionale il cui rispetto è, di fatto, condizione indispensabile per il successo delle operazioni di raccolta delle sottoscrizioni.

In questo senso, i fondi infrastrutturali possono essere visti come “parti complesse”, cioè operatori professionali, costituiti e gestiti da soggetti specializzati (“terzi” o, comunque, tenuti a svolgere la relativa attività in modo indipendente e nell’interesse esclusivo delle masse in gestione)⁹² al fine di coordinare e gestire le diverse istanze di investimento nel settore infrastrutturale riconducibili ad investitori istituzionali aventi caratteristiche e finalità differenti.

D’altra parte, è comune esperienza che, in parallelo con la maggiore maturità del mercato nazionale, i fondi di *private equity* tendano a specializzarsi, creando quindi delle “nicchie” sub-settoriali, come d’altronde avviene in qualsiasi industria, per mettere a frutto esperienza, economie di apprendimento e di scala. I fondi infrastrutturali rappresentano già oggi una importante frontiera di sviluppo per gli operatori del *private equity*, specie se li si confronta con i problemi di redditività nei comparti più “tradizionali” di attività del *private equity*⁹³.

Questo sviluppo va visto favorevolmente e anzi agevolato, perché rappresenterebbe per i governi dei vari paesi una significativa fonte di nuove risorse finanziarie da utilizzare per affrontare il fabbisogno di infrastrutture. Tuttavia, perché il meccanismo funzioni, le iniziative sottoposte a tali fondi devono essere

92 Non sempre il modello di intervento prevede la costituzione di fondi di *private equity* alimentati con la raccolta presso terzi. Accanto a questo modello si collocano operatori assicurativi e fondi pensione che gestiscono propri veicoli di investimento, banche di investimento e società di *asset allocation*, che hanno costituito piccoli *team* super specialistici, nonché società che gestiscono fondi raccolti mediante IPOs sulle principali piazze finanziarie, soprattutto New York, Londra e Sidney.

93 In questi due ultimi decenni, i fondi di *private equity* hanno soprattutto investito nelle ristrutturazioni di aziende, riuscendo a realizzare facilmente aumenti di efficienza e, quindi, redditività. Ad oggi, il settore vive una forte limitazione dei rendimenti, sia per l’aumento della competizione, che per la fase di rallentamento dei mercati finanziari e dell’economia mondiale. È evidente, infatti, che tale situazione andrà inevitabilmente a incidere sui ritorni degli investimenti. Da un lato, un più contenuto utilizzo della leva finanziaria, o comunque un suo maggiore costo, ha come conseguenza un ritorno sull’investimento più basso. Dall’altro lato, stante l’attuale situazione di mercato, è possibile che in fase di dismissione degli investimenti i multipli considerati per le valutazioni di investimento risultino diminuiti, rendendo più complicato il raggiungimento dei rendimenti ipotizzati.

economicamente interessanti, perché i relativi gestori rispondono ad investitori che hanno, come minimo comun denominatore, l'attesa di rendimento⁹⁴.

3.1.1. L'andamento del mercato internazionale

I fondi infrastrutturali, partecipati o promossi da soggetti sia pubblici che privati⁹⁵, stanno aumentando in tutto il mondo e si prevede che possano rappresentare uno dei possibili e più importanti sbocchi dei mercati finanziari del futuro: l'attuale congiuntura economica mondiale, che alimenta un clima di generale incertezza, porta, infatti, ad un aumento della domanda di prodotti di investimento caratterizzati da orizzonti di lungo periodo e, in generale, da profili di rischio/rendimento non troppo aggressivi⁹⁶.

Uno studio del 2007 di Finlombarda S.p.A.⁹⁷ ha censito nel mondo 86 veicoli finanziari per una dotazione complessiva pari a 80,1 miliardi di euro. I veicoli fanno riferimento a 58 operatori e sono riconducibili sia a fondi di *private equity* propriamente detti, che a veicoli finanziari con caratteristiche giuridiche differenti, quali per esempio società di investimento, di *asset allocation* e operatori finanziari specializzati⁹⁸.

94 Così F.L. Sattin, *L'attività di Private Equity: definizioni, caratteristiche, prospettive con particolare riferimento alla realtà italiana*, in *Private Equity e infrastrutture*, a cura di M. Nicolai, Milano, 2008, p. 61.

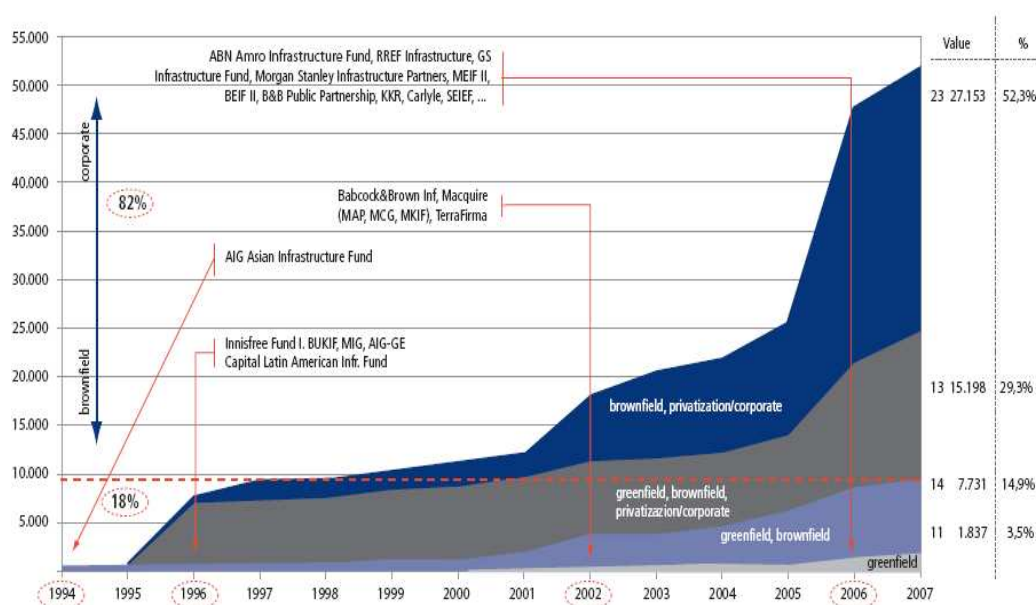
95 Oltre ai classici investitori istituzionali, i fondi per le infrastrutture vedono come forti investitori i fondi (o i soggetti) che gestiscono patrimoni pubblici, come il caso dei famosi americani “*State of N.Y.*” e “*State of California*” (che gestivano nel 2007 oltre 100 miliardi di dollari), le *Caisse des Depots* canadese e francese, alla Kfww tedesca, alla Echi spagnola fino all'italiana Cassa Depositi e Prestiti.

96 Così, A. Iozzo, *Come finanziare le infrastrutture locali? Il ruolo della CDP*, EunomiaMaster, intervento in Firenze, 8 febbraio 2008.

97 Lo studio è stato elaborato sulla base delle informazioni e dei dati pubblicamente disponibili su fonti a libero accesso, cui ha fatto seguito un *field* con un questionario sottoposto direttamente agli operatori per il riscontro dei dati e l'ottenimento di informazioni più precise. Il campione censito rappresenta circa il 69% del valore dei fondi complessivamente gestiti a livello mondiale e dedicati agli *asset* infrastrutturali (sulla base delle stime di *Standard&Poor's*). Le elaborazioni riportate sono tratte da M. Nicolai e F. Castaldo, *Gli Infrastructure Equity Fund*, in *Private Equity e infrastrutture*, a cura di M. Nicolai, Milano, 2008, p. 64 e ss.

98 Il focus è per tutti sulle infrastrutture, ad eccezione di due veicoli (TFCP II di Terra Firma e Clessidra Capital Partner di Clessidra SGR) che, pur essendo fondi di *private equity* di tipo

L'analisi dinamica del fenomeno consente di cogliere un preciso percorso di sviluppo, con una progressiva accelerazione delle iniziative e delle raccolte di sottoscrizioni a partire dal 2005-2006 (vedi figura sotto). In particolare, nel 2006 tutti i principali operatori finanziari hanno istituito propri fondi infrastrutturali, determinando, conseguentemente, un progressivo aumento del peso degli investimenti compiuti da tali fondi sul volume totale degli investimenti di *equity* in infrastrutture⁹⁹.



Fonte: Nicolai M., Castaldo F., "I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture"

Nei prossimi anni, nonostante la crisi dei mercati finanziari internazionali, si stima che il numero dei fondi specializzati nell'investimento in opere a vocazione infrastrutturale sia comunque destinato a crescere.

Nel percorso di sviluppo di cui sopra, il citato studio di Finlombarda S.p.A. riconosce quattro momenti. Dapprima si affacciano importanti gruppi finanziari, per cogliere le opportunità di investimento nei paesi in via di sviluppo. A metà degli anni '90 entrano, invece, nel mercato operatori specializzati nella promozione a livello "locale" di iniziative in regime di *Public Private Partnership*: in tale ambito sono

generalista (quindi interessati a cogliere le opportunità di investimento laddove si proponessero) evidenziano interessi rilevanti nel settore delle infrastrutture.

⁹⁹ Ad oggi, può stimarsi che gli investimenti dei fondi infrastrutturali siano circa il 50% del totale degli investimenti di capitale nel settore.

soprattutto gli operatori anglosassoni a promuovere la nascita di veicoli finanziari che accompagnino lo sviluppo del mercato del *Private Finance Initiative*. Intorno al 2000, poi, diventa più intensa la presenza di operatori che, benché finanziari, si distinguono per una vocazione industriale nella gestione degli *assets*, sino ad arrivare agli anni più recenti, in cui si registra l'interesse dei grandi *players* finanziari che cominciano a identificare il settore infrastrutturale quale bene alternativo in termini di *asset allocation*.

L'analisi delle dinamiche più recenti sembra delineare, infine, una ulteriore fase evolutiva, caratterizzata dalla presenza di paesi in via di sviluppo, con aspirazioni di crescita, tesi alla promozione, in *partnership* con operatori finanziari, di nuovi fondi infrastrutturali, anche prevedendo l'investimento diretto dei propri fondi sovrani¹⁰⁰.

Solo per citare alcune delle iniziative più importanti, o comunque più significative, degli ultimi anni (per area geografica, dimensione o rilevanza dei soggetti coinvolti) si possono ricordare¹⁰¹:

- (i) il fondo da un miliardo di dollari lanciato dal gruppo *US Carlyle*;
- (ii) il *Morgan Stanley Infrastructure partners*, promosso dal Gruppo Morgan Stanley, con dotazione di 2,25 miliardi di euro da investire nei paesi OCSE;
- (iii) il *Global Infrastructure Partners, joint venture* da un miliardo di dollari fra *General Electric* e *Credit Suisse*, nata nel 2008;
- (iv) il fondo promosso da *Blackstone*, *Citigroup* e due società finanziarie indiane, da più di 5 miliardi di dollari, con *focus* di investimento in strade, porti ed altre *utilities* in India;

100 In tale direzione sembrano muovere soprattutto i paesi della penisola araba con il lancio di veicoli di consistenti dimensioni finalizzati all'infrastrutturazione dell'area.

101 Guardando alla concentrazione del settore (a fine 2007) il 39% delle disponibilità, pari a 20,3 miliardi di euro, era in gestione a soli cinque fondi, emanazione finanziaria dei primari gruppi bancari. La concentrazione della massa finanziaria era ancora maggiore se si consideravano gli operatori piuttosto che i singoli fondi, con al primo posto *Macquarie* a cui erano riconducibili 15 miliardi di euro, pari al 28,6% del totale. A questa banca si deve, in effetti, la primogenitura dell'idea di costituire dei fondi chiusi, specializzati nell'investimento in infrastrutture. Già nel 1996, infatti, vennero istituiti da questo intermediario i primi veicoli di investimento collettivo del risparmio per acquisire e finanziare *assets* infrastrutturali in tutto il mondo. Nel 2007, *Macquarie* gestiva un portafoglio di 102 *assets* in 25 paesi.

- (v) il *MENA Infrastructure Fund*, da 500 milioni di dollari, lanciato da *Dubai International* e *HSBC*;
- (vi) l'*India Development Fund*, partito nel 2003 su iniziativa della *Infrastructure Development Finance Corporation* (IDFC)
- (vii) il *Korean Road Infrastructure Fund*, lanciato nel 2006 da *Macquarie Bank* e *Shinhan Financial Group*, che ha raccolto circa 1 miliardo di dollari;
- (viii) il fondo infrastrutturale da 1,2 miliardi promosso da *KB Asset Management* con *ING Group NV*, la *Kookmin Bank* ed un consorzio di diciassette fondi pensioni e compagnie di assicurazione; e
- (ix) il *GS Infrastructure Partners Fund*, di *Goldman Sachs International*, che ha oltre 6,5 miliardi di dollari di impegni di sottoscrizione.

Anche in Europa vi sono già circa 20 fondi con una capitalizzazione complessiva nell'ordine di 17 miliardi di euro. Una citazione, in merito, spetta senza dubbio al Fondo *InfraMed* ed al Fondo *Marguerite*, nuove iniziative che possono dimostrare l'attenzione che i fondi infrastrutturali hanno suscitato anche negli investitori pubblici e nei governi nazionali, per il ruolo di volano che gli stessi possono ricoprire.

Il Fondo *Inframed*, che ha fra i promotori la Cassa Depositi e Prestiti e la *Caisse des dépôts et consignations* francese (che avranno il controllo del soggetto gestore e che investiranno nel fondo), prende il via dal Consiglio europeo di Marsiglia di novembre 2008¹⁰².

102 In tale occasione è stata approvata l'istituzione – nel quadro dell'Unione per il Mediterraneo – di un fondo di fondi destinato a finanziare le nuove infrastrutture dei Paesi della costa meridionale del Mediterraneo nel comparto dell'energia (reti di trasmissione e distribuzione, energie rinnovabili), oltre che dei trasporti e dello sviluppo sostenibile. *InfraMed* investirà nei fondi di Paesi appartenenti ad una regione in cui il tasso di crescita urbana è tra i più elevati al mondo, con un aumento della popolazione previsto nei prossimi anni pari a circa l'1,5% annuo e una previsione di sviluppo economico nell'ordine del 4-6% l'anno, nonostante il previsto impatto della crisi finanziaria. Con riferimento alla dimensione del fondo, l'ipotesi è 600-1000 milioni, con possibilità di mobilitare risorse aggiuntive nei singoli investimenti grazie al ricorso al co-finanziamento (fonte: www.cassaddpp.it).

Il Fondo *Marguerite*, invece, nasce da una proposta italiana, presentata all'Ecofin di Nizza del settembre 2008 e accolta nelle Considerazioni Conclusive della Presidenza francese del dicembre dello stesso anno. Tale progetto ha raccolto l'adesione della BEI, della Cassa Depositi e Prestiti, della *Caisse des dépôts et consignations* francese, di quella tedesca (KfW), e - da ultimo - dell'*Instituto de Crédito Oficial-ICO* spagnolo e della *PKO Bank Polski* polacca. Questo fondo, in particolare, è destinato a sostenere gli investimenti strategici europei con risorse che sono al di fuori dei bilanci pubblici dei singoli Stati¹⁰³.

(segue) analisi della segmentazione di mercato

Passando ad un'analisi, seppur necessariamente sintetica, dei risultati dello studio condotto da Finlombarda S.p.A., appare utile – ai fini che qui interessano – evidenziare talune delle “segmentazioni” di mercato, proposte in tale studio, e le relative correlazioni.

Anzitutto, Finlombarda S.p.A. segmenta i fondi infrastrutturali sulla base delle specifiche fasi di sviluppo delle iniziative di realizzazione delle opere infrastrutturali in cui questi prevedono di effettuare gli investimenti (in modo non dissimile da quanto tipicamente avviene nella classificazione delle diverse forme tecniche del *private equity*)¹⁰⁴. Si possono quindi distinguere:

- (i) gli investitori orientati al progetto, interessati ad interventi di tipo *greenfield* e *brownfield*¹⁰⁵, e

103 *Marguerite* è destinato a finanziare interventi nel settore delle infrastrutture dell'energia, del *climate change* e in quelle di trasporto. Si tratta, tra l'altro, delle *Trans European Energy Network*, inclusi elettricità, gas, gas naturale liquefatto, petrolio, trasmissione, interconnessione, capacità di stoccaggio, produzione di energia rinnovabile. L'area di investimento geografico è quella dell'Europa a 27 Stati. *Marguerite* investirà a fianco dei fondi privati con orizzonti di lungo periodo (fino a 30 anni) e con ritorni non speculativi. Nei prossimi 3-5 anni sarà in grado di mobilitare investimenti nell'ordine dei 30-50 miliardi di euro (fonte: www.cassaddpp.it).

104 A diversi stadi di sviluppo corrispondono diverse esigenze e differenti gradi di rischio, che si riflettono sulle modalità di intervento dell'operatore, sulla redditività attesa, sui tempi attesi per il disinvestimento, etc.

105 Le iniziative *greenfield* si riferiscono alla progettazione e realizzazione di nuovi interventi infrastrutturali mentre, le iniziative *brownfield* sono pertinenti allo sviluppo e al potenziamento delle infrastrutture esistenti.

(ii) quelli orientati verso gli operatori già presenti sul mercato delle infrastrutture.

Tale distinzione si riflette sulla tipologia di mercato a cui gli investitori si rivolgono, distinguendo tra (i) operatori interessati al mercato primario, che riguarda l'emissione e il primo collocamento dei titoli (e che svolge la funzione di dotare gli emittenti di risorse finanziarie utili alla realizzazione o allo sviluppo di nuove infrastrutture) e (ii) soggetti interessati al mercato secondario, inerente il complesso delle operazioni aventi a oggetto titoli già collocati tra il pubblico dei risparmiatori, per dare liquidità agli stessi¹⁰⁶.

L'analisi della segmentazione per mercato di riferimento evidenzia che la maggior parte dei veicoli censiti (47% del totale) ha un interesse esclusivo verso il mercato primario. In termini di dotazione finanziaria, tali operatori rappresentano, però, circa 23,9 miliardi di euro, pari al 30% delle risorse complessive del campione censito. Ben più consistenti erano le risorse disponibili per i veicoli che dichiaravano interesse alle opportunità di investimento sia sul mercato primario che su quello secondario. I 31 veicoli in questione rappresentano infatti il 45% (circa 36,2 miliardi di euro) della dotazione finanziaria complessivamente censita da Finlombarda S.p.A.

Questi dati, incrociati con quelli segmentati per ambito geografico, rilevano che il principale bacino di destinazione delle risorse disponibili (pari a circa il 29% del totale) è anche quello in cui gli operatori attivi sono maggiormente interessati ad investimenti in infrastrutture esistenti (e quindi riconducibile a processi di privatizzazione e a operazioni *corporate*, piuttosto che al sostegno volto alla realizzazione di nuove opere). Infatti, l'incidenza dei fondi disponibili a sostegno del mercato primario è, in Europa (prima area geografica), pari al solo 26% del totale, contro una media complessiva pari al 30% (e punte, per l'Asia e per l'Africa, al 60% e all'83%).

106 Chiaramente soltanto gli operatori focalizzati sul mercato primario saranno interessati ad attivare progetti *greenfield*, promuovendo la realizzazione di nuove infrastrutture. Gli interventi di *privatization*, invece, riguardano i processi di privatizzazione di *asset* infrastrutturali preesistenti, la cui proprietà passa dal settore pubblico a quello privato. Per maggiore approfondimento si veda anche M. Nicolai e F. Castaldo, *I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture*, in *Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio*, AIFI, Milano, 2007, n. 16, anno 4.

Con riferimento agli obiettivi di investimento dei soggetti censiti, lo studio di Finlombarda S.p.A. evidenzia una decisa prevalenza di quelli che presentano una specializzazione multi segmento (67 degli 86 veicoli censiti, rappresentativi del 74% delle disponibilità in termini di risorse gestite). L'approccio specialistico su un singolo segmento appare preferito solo in 14 casi (per il 20% della dotazione complessiva). L'orientamento di tipo generalista è adottato, invece, solo da 5 veicoli finanziari, rappresentativi del 6% delle disponibilità complessivamente censite¹⁰⁷.

Dati analoghi si riscontrano anche guardando alle modalità di intervento finanziario adottate dai veicoli censiti. Circa 64 veicoli su 86 (pari all'83% delle risorse censite) operano mediante interventi di *equity* (sia in termini di nuovi apporti che in termini di transazioni sulle quote). Sono 19 i veicoli (con dotazione finanziaria pari a circa 13 miliardi di euro) che, invece, intervengono con formule che affiancano all'*equity* anche strumenti ad esso assimilabili, c.d. *quasi-equity*, quali il *mezzanine finance*. Solo 3 dei veicoli censiti (con dotazione finanziaria complessiva pari a circa 600 milioni di euro) prevedono esclusivamente formule di *quasi-equity*.

L'incrocio dei dati per ambito geografico con quelli per livello di specializzazione, suddivide il mercato in 5 classi differenti. Un primo gruppo (definito dei “*developer*”) è costituito da piccoli veicoli orientati allo sviluppo di nuove iniziative, molto specializzati settorialmente e con vocazione soprattutto locale (nazionale)¹⁰⁸.

Un secondo gruppo di soggetti è costituito da operatori altamente specializzati, che operano con approccio di sviluppo industriale e che hanno maturato elevate esperienze nei settori di riferimento (in quanto generalmente appartenenti a grandi gruppi finanziari). Tali soggetti non hanno, tendenzialmente, specifiche limitazioni territoriali, anche al fine di disporre di un mercato rilevante idoneo a consentire una concreta diversificazione del portafoglio di investimento.

¹⁰⁷ Tra i gestori che hanno implementato tale strategia ci sono i due fondi Terra Firma Capital Partners II per una dotazione di 2 miliardi di euro e Clessidra Capital Partner I con una dotazione di poco più di 820 milioni di euro, oltre ad un primario *player* del *private equity* come KKR con *KKR Infrastructure Fund* (provvisto di un patrimonio di 1,5 miliardi di euro).

¹⁰⁸ Si tratta di operatori che accompagnano, finanziandole soprattutto a titolo di *equity*, le iniziative *greenfield*, contribuendo così allo sviluppo infrastrutturale del contesto territoriale di riferimento.

Il terzo gruppo è rappresentato da soggetti con approccio globale ma bassa specializzazione settoriale. L'intervento di tali soggetti è giustificato principalmente da motivazioni di diversificazione del portafoglio di investimento, nel presupposto della qualità dell'infrastruttura come *asset* specifico di investimento.

Il quarto gruppo include soggetti di dimensioni medio/grandi con bassa specializzazione settoriale e vocazione continentale. Rientrano in quest'ambito soprattutto i veicoli orientati verso il mercato secondario.

Il quinto gruppo, infine, comprende soggetti piccoli e medi con vocazione locale e basso grado di specializzazione, che sembrano replicare nel contesto locale la vocazione di investimento degli operatori più grandi. Tali soggetti si offrono anche come possibili *target* di investimento proprio per gli operatori di maggiori dimensioni, in quanto caratterizzati dalle reti di contatti e dalle competenze locali del relativo *management*.

Dall'analisi segmentata per classe dimensionale, invece, risulta che, per effetto del peso dei gestori di maggiori dimensioni, i veicoli con dotazione superiore ai 500 milioni di euro (di cui 9 superano i 2.000 milioni di euro) rappresentano circa l'87% delle risorse finanziarie censite; i maggiori 5 operatori, titolari complessivamente di 20 veicoli per un patrimonio gestito di oltre 40 miliardi di euro, concentrano più del 50% delle disponibilità esistenti. Le esperienze censite sembrano svilupparsi secondo due direttrici strategiche di fondo: una piccola dotazione (intorno ai 100 milioni di euro) per i fondi a vocazione locale con *target* di investimento su piccoli progetti (*accomodation* urbana, edilizia residenziale, *etc.*); grandi dimensioni di dotazione e vocazione internazionale per operatori con *target* di investimento su segmenti di mercato *capital intensive* (infrastrutture per i trasporti, telecomunicazioni, *etc.*).

3.1.2. Le forme organizzative degli operatori internazionali: le LPs

Fino alla fine degli anni '70 gli investimenti in *private equity* erano sostenuti da *wealthy families*, *corporations* e istituzioni finanziarie; dagli anni '80 e '90, invece, l'adozione

delle forma organizzativa della *limited partnership*, derivante dall'esperienza anglosassone, ha consentito l'ingresso nel settore di numerosi altri investitori¹⁰⁹.

Tali soggetti, economicamente attratti dall'investimento nel *private equity*, prima, e nel settore infrastrutturale, poi, hanno trovato, in questa forma organizzativa, l'equilibrio di interessi ed i presidi minimi necessari a superare le asimmetrie informative, di esperienza e di rischio, che limitavano in precedenza il loro accesso in questo mercato.

La *limited partnership* trova fonte in un contratto, denominato *partnership agreement*, stipulato fra un "General Partner" e taluni "Limited Partners". In prima approssimazione, la *limited partnership* è sostanzialmente paragonabile alla società in accomandita semplice di diritto italiano: si riconoscono, infatti, due tipologie differenti di soci, legati dal *partnership agreement* che ne disciplina caratteristiche, diritti, poteri e responsabilità.

In particolare, ciascun *Limited Partner* (assimilabile al nostro socio accomandante) sottoscrivendo il *partnership agreement* si impegna a conferire nel veicolo un determinato ammontare di denaro, in una o più volte, su richiesta del *General Partner* (socio accomandatario); quest'ultimo è a sua volta tenuto a sottoscrivere in proprio una partecipazione nel veicolo stesso ed ad effettuare i relativi conferimenti di denaro.

Al *General Partner* spettano, nei limiti definiti dal *partnership agreement*, tutti i poteri di ordinaria amministrazione del veicolo, nonché la definizione di tutte le scelte di investimento e disinvestimento (all'interno della politica di investimento definita nel contratto sociale), il monitoraggio degli investimenti e le decisioni relative all'affidamento di incarichi di *outsourcing* o *advisory* a soggetti esterni. Spetta sempre al *General Partner* la possibilità di delegare a soggetti terzi la gestione del veicolo, ferma la propria responsabilità per la stessa e per il controllo sul delegato.

109 Per una dettagliata trattazione sul tema delle *Limited Partnerships* si legga W. A. Sahlman, *The Structure and Governance of Venture Capital Organizations*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27, issue 2, 1990, p. 473 e ss., e A. Gervasoni - A. Bechi, *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, 2007, p. 90.

Il *General Partner* risponde illimitatamente nei confronti dei terzi per le obbligazioni della *limited partnership*, come avviene per il socio accomandatario.

A fronte dell'apporto di denaro e della rinuncia alle prerogative di ordinaria gestione, invece, il *Limited Partner* riceve il beneficio della limitazione della propria responsabilità alla sola quota di capitale sottoscritta al momento della costituzione della, o dell'ingresso nella, *partnership*. Rimangono in capo al *Limited Partner* solo talune prerogative (i) di straordinaria amministrazione, come quella di deliberare la rimozione del *General Partner* dalle prerogative gestorie o la liquidazione del veicolo, comunque solo nei casi previsti dal *partnership agreement* (invero piuttosto scarsi e, nella prassi, sostanzialmente limitati alla sola ipotesi del dolo o della colpa grave del gestore), o (ii) a valenza informativa, come quelle relative all'accesso ai libri della *partnership* o al rendiconto di gestione, o (iii) di controllo, come il potere di vietare la realizzazione, con il patrimonio del veicolo, di operazioni in conflitto di interessi fra questo ed il soggetto gestore o il suo gruppo di appartenenza.

Anche sotto il profilo economico-patrimoniale la posizione delle due tipologie di soci della *limited partnership* è differenziata. La c.d. *waterfall* o “cascata dei pagamenti”, infatti, prevede una partecipazione diversa al risultato di gestione, che può essere variamente configurata nella prassi applicativa in ragione, principalmente, dell'esperienza e del *track record* del *General Partner* (al crescere dei quali cresce la possibilità di questo di ottenere una remunerazione maggiore), del settore di investimento e delle modalità di contribuzione.

In linea di massima, comunque, il modello *standard* (c.d. “*all-contributions-preferred-return-back*”) prevede che la distribuzione dell'*extra*-rendimento del Fondo sia subordinata all'integrale restituzione ai partecipanti dei versamenti effettuati e del rendimento obiettivo. In particolare, si prevede che il risultato di gestione (comprensivo di tutti i proventi e le plusvalenze percepiti e incassate dalla *limited partnership* ed al netto di tutti i costi, oneri e debiti di gestione) sia distribuito secondo un ordine di priorità che, di prassi, può essere schematizzato come segue:

- (i) *pari passu* ai *Limited Partners* ed al *General Partner*, in proporzione ai relativi conferimenti, fino al raggiungimento di un importo corrispondente ai

versamenti effettuati (tenendo conto degli importi eventualmente già distribuiti nel corso della vita della *limited partnership*);

- (ii) il residuo, *pari passu* ai *Limited Partners* ed al *General Partner*, fino a concorrenza di un importo pari al rendimento obiettivo dell'iniziativa (calcolato ad un determinato tasso di rendimento interno sulle somme versate dai partecipanti, dal momento del loro conferimento fino alla restituzione delle stesse) (c.d. "*Hurdle Rate*");
- (iii) il residuo, per il 20% *pari passu* fra tutti i partecipanti e per l'80% al *General Partner*, fino a che gli importi attribuitigli a questo titolo non siano pari al 20% delle somme distribuite ai *Limited Partners* a titolo di remunerazione del capitale investito (e, quindi, ai sensi del numero (ii) e di questo numero (iii)) (c.d. "*Catch Up*");
- (iv) l'eventuale ulteriore importo residuo, fino a concorrenza delle somme disponibili, per l'80% *pari passu* fra tutti i partecipanti e per il 20% al *General Partner* (c.d. "*Extra rendimento*" o "*Carried Interest*").

La sopra descritta modalità di distribuzione dei proventi e del risultato netto di gestione (che corrisponde, in sostanza, all'attivo netto di liquidazione della *limited partnership*) realizza l'obiettivo di assicurare ai *Limited Partners*, non coinvolti nella gestione del veicolo la restituzione dell'*equity* ed il riconoscimento di un rendimento minimo prima che il gestore possa percepire delle commissioni di *performance*, legate all'andamento della gestione. In questo modo, da un lato si neutralizza (o almeno si tende a minimizzare) il rischio legato all'asimmetria informativa e, dall'altro, si allineano gli interessi dei gestori con quelli degli altri partecipanti. La remunerazione del gestore, infatti, viene costruita sotto forma di compartecipazione al risultato effettivo dell'iniziativa, di modo che per il gestore risulti appetibile assicurare ai singoli partecipanti la massimizzazione dei ritorni dell'investimento, così da giungere il prima possibile a percepire le proprie componenti di remunerazione.

In questo schema, peraltro, la commissione fissa di gestione che viene pagata dalla *limited partnership* al gestore risulta solitamente contenuta e tale da remunerare solo il puro costo del servizio prestato. È immediato comprendere come, se la

remunerazione del gestore fosse costruita in termini di commissione variabile invece che di partecipazione ai risultati, egli avrebbe interesse principalmente a massimizzare il rendimento “teorico” e contabile degli investimenti, perché percepirebbe i propri ricavi (che si tradurrebbero in costi del veicolo) in pre-deduzione rispetto alle distribuzioni (di utili) effettuate dal veicolo.

Il meccanismo sopra individuato ha trovato, come detto, diverse configurazioni concrete, fra cui merita ricordare, quantomeno, l'estensione del beneficio (e del rischio) di partecipazione al risultato di gestione anche al *management* del gestore, con l'individuazione di talune figure chiave dell'operazione, e l'applicazione del c.d. *deal-by-deal*.

Quanto al primo profilo, nel *private equity* in generale e nel settore infrastrutturale in particolare, la competenza, professionalità ed esperienza del *management* costituiscono un fattore chiave di successo dell'iniziativa, vuoi per le dimensioni dei singoli progetti (cui si riconnette quindi un rischio elevato in caso di insuccesso), vuoi ancora per la necessità di operare in un contesto costituito da un numero non elevato di operatori e caratterizzato dalla presenza di *drivers* sociali e politici, vuoi infine per la necessaria conoscenza del mercato di riferimento. Al di là della reputazione ed affidabilità del grande *player* di mercato, quindi, l'abilità del singolo *manager* prescelto per guidare il *team* di investimento del veicolo risulta importante per l'investitore terzo, con la conseguenza che (i) su tale nome e professionalità si concentrano una buona parte del *marketing* legato alla commercializzazione del veicolo e (ii) gli investitori richiedono che a tali *manager* sia effettivamente affidato il controllo delle scelte gestionali, in autonomia rispetto agli interessi di parte dei gruppi finanziari cui appartengono. Tali risultati portano con loro la volontà degli investitori di legare l'interesse del *manager* al successo dell'iniziativa e di prevedere il blocco della fase degli investimenti, con la conseguente impossibilità di realizzarne di nuovi, nel caso di uscita dello stesso (c.d. “*key man clause*”) ¹¹⁰.

110 Si parla, a tale proposito, di clausole di *good leaver* e *bad leaver*, finalizzate a definire delle casistiche di abbandono dell'iniziativa da parte del *manager* e delle conseguenze in termini di percezione della remunerazione variabile. Il *vesting* delle partecipazioni attribuite ai *manager* è funzione, in questi casi, degli anni decorsi dall'avvio del fondo, della scadenza o meno del

Il c.d. *deal-by-deal*, invece, è una modalità di distribuzione dei proventi periodici e del risultato finale di gestione basata sulla valorizzazione di ciascun singolo investimento, come, cioè, se ciascuna delle operazioni condotte dal veicolo dovesse considerarsi, fino al conguaglio finale, completamente autonoma. In altri termini, fermo l'ordine di distribuzione sopra descritto, viene a variare l'importo delle somme da distribuire ed il limite considerato per ognuna delle classi di riparto.

Più in particolare, all'effettuazione di un disinvestimento o in caso di distribuzioni effettuate da una delle iniziative in portafoglio al veicolo, si andrà anzitutto a rimborsare ai partecipanti al veicolo stesso il capitale investito, sino però a concorrenza di quello imputabile al singolo investimento dismesso o che ha dato origine alla distribuzione¹¹¹.

La cascata dei pagamenti viene in questi casi resa più complessa dalla necessità (i) di imputare a ciascuna operazione anche quota parte dei costi generali di struttura (in relazione ai quali dovrà essere definito un criterio applicativo efficiente), e (ii) di evitare il disinvestimento, da parte dei gestori, di *assets* non ancora maturi, finalizzato ad ottenere in anticipo la quota parte di remunerazione variabile o, comunque, ad estrarre valore dal veicolo, relegando la dismissione degli investimenti in perdita (che, quindi, non riusciranno a coprire la quota parte di *equity* e spese generali e che, anzi, potrebbero accumulare ulteriori perdite) per la fase di liquidazione finale del veicolo. L'applicazione del sistema *deal-by-deal* "puro" risulterebbe, evidentemente, più favorevole per i gestori e correlativamente meno prudentiale per i *limited partners*, esponendo questi ultimi al rischio di non ottenere, in fase di liquidazione finale del veicolo, non solo la remunerazione base, ma neppure la restituzione del capitale impiegato su tutti gli investimenti. E ciò avendo però già riconosciuto al *management* ed al *General Partner* delle somme a titolo di *catch up* ed *extra rendimento* (a valere sui primi disinvestimenti effettuati).

periodo utile per l'effettuazione degli investimenti e, come detto, delle ragioni che inducono l'uscita e della loro preventiva accettabilità da parte degli investitori (morte, invalidità, licenziamento, dimissioni, etc.)

111 La descritta modalità di distribuzione si riferisce alle ipotesi in cui la *partnership agreement* preveda il versamento dei conferimenti a seguito dei richiami effettuati da parte del *General Partner* in vista dell'effettuazione di operazioni di investimento.

I correttivi sviluppati nella prassi di mercato, quindi, operano, da un lato, sull'ammontare spettante in prima istanza ai *Limited Partners* e, dall'altro, sulla disponibilità e ripetibilità delle somme eventualmente distribuite al *General Partner* ed al *management* durante la vita utile del veicolo.

Si riscontrano, così, nella prassi applicativa, previsioni volte a consentire la distribuzione dell'*hurdle rate* (i) solo dopo che i partecipanti abbiano comunque ricevuto tutto l'*equity* versato nel veicolo (limitando, di fatto il *deal-by-deal* solo alle voci di remunerazione dell'investimento), o (ii) dopo che sia stato restituito tutto il capitale investito sul singolo *asset* oggetto di disinvestimento maggiorato di tutti o di quota parte dei costi di struttura e di un importo pari alle minusvalenze potenziali sugli altri investimenti in essere (in modo da abbattere il rischio di mancata restituzione dell'*equity* versato).

Quanto alla disponibilità delle somme spettanti al *General Partner* ed al *management*, invece, si prevede che le stesse siano depositate, in tutto o in parte (e la percentuale dipende direttamente dalla reputazione e dall'affidabilità dei soggetti) in un *escrow account*, in modo da poter essere utilizzate per eventuali compensazioni con gli importi spettanti ai partecipanti in sede di liquidazione finale. Inoltre, anche dopo lo svincolo (che può essere disposto al raggiungimento di certe percentuali di rimborso dell'*equity*) viene prevista la possibilità di ripetere tali somme qualora, in esito alla liquidazione del veicolo – e, quindi, alla cristallizzazione della cascata dei pagamenti – le stesse debbano in tutto o in parte essere destinate ai *Limited Partners* (c.d. “*claw back*”).

3.1.3. L'esperienza italiana: la situazione di mercato

Sotto il profilo teorico, l'Italia presenta condizioni idonee a favorire una significativa evoluzione del mercato infrastrutturale e dei suoi operatori, caratterizzandosi per una sensibile carenza di dotazione infrastrutturale rispetto ai *partner* europei, nonché ai principali *competitor* internazionali. Il mercato italiano, tuttavia, è ancora limitato da alcuni fattori di potenziale criticità (per cui si veda il precedente paragrafo 2.2.1.

La situazione attuale vede la presenza di più di 10 fondi infrastrutturali “nazionali”, istituiti e gestiti cioè da operatori aventi sede legale e direzione generale in Italia. Il modello legale impiegato dagli operatori italiani è, principalmente, quello della società di gestione del risparmio e, in questo ambito, lo strumento è quello del fondo comune di investimento di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati¹¹².

Occorre notare, comunque, che al di fuori della struttura SGR-fondo trovano impiego anche altri modelli legali. Il riferimento è in particolare, agli intermediari finanziari di cui agli artt. 106 e 107 del D.lgs. n. 385/1993 che prestano l'attività di assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico¹¹³. Anche tali intermediari

112 Per un'analisi del mercato italiano si veda anche B. Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 55, Roma, 2002.

113 Per maggiori approfondimenti in relazione agli intermediari di cui agli artt. 106 e 107 del D.lgs. n. 385/1993 si veda anche V. Troiano, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, II, p. 465 e ss.

Ai sensi dell'art. 6 del D.M. 17 Febbraio 2009, n. 27, per assunzione di partecipazioni si intende l'attività di acquisizione e gestione di diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre imprese che realizza una situazione di legame con le imprese partecipate per lo sviluppo dell'attività del partecipante. Ai sensi dell'art. 9 del D.M. n. 27/2009 le attività finanziarie sono esercitate nei confronti del pubblico qualora siano svolte nei confronti di terzi con carattere di professionalità. In particolare, l'attività di assunzione di partecipazioni è esercitata nei confronti del pubblico qualora sia svolta nei confronti dei terzi con carattere di professionalità e le assunzioni di partecipazioni avvengano nell'ambito di un progetto che conduca alla alienazione delle partecipazioni dopo interventi volti alla riorganizzazione aziendale, allo sviluppo produttivo o al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese partecipate anche tramite il reperimento del capitale di rischio. In altri termini, l'attività finanziaria di assunzione di partecipazioni si caratterizza come svolta nei confronti del pubblico quando è configurata come attività di *merchant banking* o attività di *private equity*.

Ai sensi dell'art. 106, comma 3, TUB, l'iscrizione nell'elenco generale degli intermediari finanziari è subordinata al ricorrere delle seguenti condizioni: (a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; (b) oggetto sociale che preveda esclusivamente lo svolgimento di attività finanziarie; (c) capitale sociale versato non inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per la costituzione delle società per azioni; (d) possesso, da parte dei titolari di partecipazioni rilevanti dei requisiti di onorabilità; (e) possesso, da parte degli esponenti aziendali, dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza. Ai sensi dell'art. 10, comma 3, del D.M. 27/2009, la Banca d'Italia può chiedere agli intermediari finanziari, per i controlli di competenza, atti e documenti, nonché la trasmissione di dati e notizie anche con carattere periodico, ed effettuare ispezioni. Inoltre, agli intermediari 106 si applicano, tra l'altro, le istruzioni della Banca d'Italia in materia di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche.

Ai sensi dell'art. 15 del D.M. 27/2009, gli intermediari 106 esercenti l'attività di assunzione di partecipazioni che abbiano un volume di attività finanziaria pari o superiore a Euro 52 milioni hanno l'obbligo di richiedere alla Banca d'Italia l'iscrizione nell'elenco speciale degli intermediari finanziari di cui all'art. 107 del D.lgs. n. 385/1993. L'iscrizione può essere effettuata d'ufficio dalla Banca d'Italia. Ai fini dell'iscrizione la Banca d'Italia verifica il possesso da parte

“offrono” un *management* professionale, in grado di selezionare le opportunità di investimento per il patrimonio dell’intermediario; a differenza dei fondi, tuttavia, non si realizza una dissociazione fra il soggetto gestore ed il patrimonio in gestione e la raccolta del patrimonio tra il pubblico sconta maggiori limiti¹¹⁴. Per tale ragione, in effetti, seppure devono riconoscersi, nel caso di specie, minori vincoli normativi e di vigilanza, l’utilizzo di tale “modello” per l’investimento nel settore del *private equity* e delle infrastrutture in particolare, risulta utilizzato, nella pratica, solo in caso di *club deal*¹¹⁵.

Ai veicoli italiani si aggiungono una ventina di veicoli internazionali con un grado alto di attenzione alle opportunità offerte dal mercato italiano (in un contesto di specializzazione geografica continentale). La forma giuridica di tali soggetti internazionali è piuttosto diversificata, in funzione della normativa del paese di incorporazione. In ogni caso, gli schemi utilizzati sono comunque riconducibili, nella sostanza economica, alla forma (ed agli “effetti”) della *limited partnership*.

La dotazione finanziaria complessiva “impiegabile” da tali veicoli in Italia viene stimata in un intorno di 18,5 miliardi di euro.

Quanto alla provenienza dei fondi gestiti, lo studio di Finlombarda S.p.A. evidenzia come, in tutti i casi analizzati, i veicoli siano sponsorizzati e, almeno in parte, sottoscritti da soggetti del gruppo di appartenenza del gestore. A questi “*sponsors*” si aggiungono poi soggetti *corporate*, bancari, finanziari, imprese di assicurazioni, fondazioni bancarie e istituzioni finanziarie pubbliche. Il 60% delle risorse risulta

dell’intermediario 106 dei requisiti di legge e nega l’iscrizione, tra l’altro, qualora l’intermediario non rispetti le regole di adeguatezza patrimoniale stabilite dalla Banca d’Italia e non disponga di un sistema informativo - contabile, di metodi di misurazione e gestione dei rischi nonché di strutture di controllo interno adeguati rispetto al volume e alla complessità dell’attività svolta o che intende svolgere.

114 Cfr. Delibera CICR del luglio 2005 e relativa disciplina di attuazione della Banca d’Italia, di cui alle Istruzioni di Vigilanza per le banche. Al riguardo, al fine di aumentare le possibilità di patrimonializzazione degli intermediari può essere ipotizzata, fermi i predetti limiti alla raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, l’emissione di strumenti finanziari partecipativi, con diversi diritti amministrativi ed economici.

115 In questo senso, si riconoscono, nel mercato italiano, alcuni significativi operatori di *private equity* costituiti in forma di intermediari finanziari 106 o 107, quali Palladio Finanziaria S.p.A., Venice S.p.A., Veneto Sviluppo S.p.A., SVI Finance S.p.A., Finanziaria Canova S.p.A. e Sopaf S.p.A. Lo sviluppo e l’incidenza sul mercato di tali operatori potrà essere influenzata dagli sviluppi della proposta di direttiva AIFM, sui gestori di fondi alternativi.

comunque concentrato in iniziative di tipo non *captive*, ossia in cui l'apporto finanziario del gruppo di appartenenza è inferiore al 30%; correlativamente, questo dato evidenzia una larga frammentazione delle sottoscrizioni e, quindi, dei partecipanti.

Da ciò, l'evidente necessità di assicurare l'equilibrio fra gli interessi dei soggetti terzi rispetto alla possibile influenza dei partecipanti appartenenti al gruppo del gestore¹¹⁶.

I dati sopra sembrano confermare, inoltre, che il comparto infrastrutturale rappresenta una valida opportunità di diversificazione per gli operatori finanziari coinvolti nell'analisi. La segmentazione per mercato di riferimento, tuttavia, evidenzia una scarsa presenza di soggetti interessati esclusivamente al mercato primario (*greenfield* e *brownfield*) e, quindi, alle nuove infrastrutture. La grande maggioranza dei veicoli, infatti, è ancora orientata verso il mercato "secondario".

A fini di completezza, merita rilevare come recentemente siano stati istituiti e, soprattutto, siano allo studio, molti nuovi fondi comuni di investimento immobiliare, riservati ad investitori qualificati, specializzati nel settore delle energie rinnovabili e, principalmente nei parchi eolici e fotovoltaici.

Tali iniziative, seppure qualificate come immobiliari, in quanto investono nei terreni sui quali viene sviluppato l'impianto poi concesso in locazione a gestori terzi, per ricavarne un canone annuo, meritano specifica attenzione. Al di là della qualificazione formale, infatti, la struttura operativa e la logica di tali iniziative non differisce da quella dei fondi infrastrutturali "tradizionali", sia per le caratteristiche di investimento, sia anche per le dinamiche interne al fondo ed alle classi di partecipanti. D'altra parte, anche le centrali e gli impianti che producono energie rinnovabili sono infrastrutture, nella definizione larga adottata dai fondi della specie.

116 Ciò giustifica, tra l'altro, l'affidamento delle attività di gestione a *team* di investimento costituiti da soggetti selezionati *ex ante* all'esterno del gruppo di appartenenza del gestore e professionalmente qualificati, così come tutte le altre caratterizzazioni concrete dei regolamenti di gestione dei fondi interessati, di cui si dirà più avanti.

3.2. La via italiana: il fondo comune di investimento chiuso

Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. (i) e (j), del D.lgs. n. 58/1998, il fondo comune di investimento di diritto italiano è il “*patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte*”¹¹⁷ dalla società di gestione del risparmio

117 La dottrina si è interrogata sulla natura dei fondi comuni di investimento, cercando di ricondurre gli stessi entro schemi conosciuti, fin dall'introduzione di tale strumento nel nostro ordinamento. Il legislatore del 1983 non ha definito la natura dei fondi comuni di investimento, limitandosi ad affermare all'articolo 3, comma 2, della legge 77 del 1983 – con disposizione sostanzialmente analoga a quella attuale - che “*ciascun fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione*”. Al riguardo, alcuni autori ritengono che sul fondo comune di investimento insista una comproprietà dei partecipanti, che conferirebbero poi un mandato senza rappresentanza alla SGR. Secondo altri autori, non risultando verosimile la tesi della comproprietà, si dovrebbe ritenere che la proprietà dei beni sia della SGR o che il fondo sia un patrimonio senza titolare. Infine, altre teorie hanno ricostruito il fondo comune di investimento come (i) “*centro di imputazione giuridica*”, nella veste di “*fondazione senza organi*”, distinta e non confondibile con l'organizzazione della società di gestione o (ii) “*associazione non riconosciuta*”. Al variare della ricostruzione, muta anche la natura del diritto che il partecipante ha nei confronti del fondo e della società di gestione. In realtà, l'introduzione di una disciplina puntuale ed articolata (fra norme primarie e disposizioni di attuazione) ha reso, nella pratica, meno rilevante la soluzione di tale questione, che ha perso nel tempo interesse (cfr. R. Costi, *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Specializzazione dei fondi comuni: profili gestionali e regolamentari*, Quaderni Assofondi, Roma, 1987, p. 107; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino 2006, p. 185; R. Lener, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 1063 e ss.; A. Lener, *Commento agli articoli 3 e 4 della legge 23-3-1983, n. 77*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 1984, p. 409; F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 183; A. Sanguinetti e R. Forte, *Le società di gestione del risparmio*, Milano, 2004, p. XIII e ss.; F. Ascarelli, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1983, pp. 404 ss., secondo cui “*l'essenza dello strumento si incentra in un patrimonio gestito da una società nell'interesse di altri soggetti, sottratto all'aggressione dei creditori tanto delle società di gestione che degli altri soggetti*”; G. Cammarano, *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982, pp. 504 ss.; E. Cotta Ramusino, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Società*, 1983, p. 1372 e ss.; G. Pivato, *I fondi di investimento mobiliare aperti in Italia*, in *Riv. delle società*, 1983, p. 240 e ss.; P. Russo, *Fondi comuni di investimento mobiliare: autorizzazione del Ministro del Tesoro, decadenza dalla gestione del fondo e procedure liquidatorie*, in *Riv. società*, 1984, p. 56 e ss.; P. Marchetti, *In tema di controlli sui fondi comuni*, in *Riv. società*, 1983, p. 504 e ss.; R. Costi, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1984, p. 273 e ss.; A. Borgoli, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *Riv. società*, 1983, p. 904 e ss.).

Quale che sia lo schema giuridico applicabile, sembra comunque potersi senza dubbio affermare che il fondo comune di investimento non è, a differenza della *limited partnership*, una “*impresa*”, ma è, in ogni caso, “*il veicolo standard per la gestione collettiva del risparmio*”, cioè l'oggetto dell'attività di impresa della SGR (cfr. A. Lener, *op.cit.*, p. 408, secondo cui ciò è per “*il semplice ma determinante motivo che non risulta proposto, né sembra in realtà proponibile, alcun problema che renda necessario o almeno utile imputare al fondo l'attività di gestione del fondo medesimo. Quest'attività di gestione è propria della società gerente, è la sua attività di impresa: in ragione di essa la società gerente è una particolare figura di imprenditore. Ed è la società gerente in rapporto contrattuale coi partecipanti, verso i quali risponde in tutto il corso della gestione*”). In aggiunta, rileva R. Lener, *op.cit.*, p. 1065, che “*la proposta di considerare organi [del Fondo] la banca depositaria o la società di gestione, infatti, sembra in verità una forzatura, trattandosi*

(“Sgr”) che lo ha istituito o da altra Sgr¹¹⁸, nell’ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e nell’interesse di tutti i partecipanti al fondo stesso¹¹⁹.

Nel fondo comune di investimento, l’investitore sottoscrive una forma “collettiva” di investimento, acquisendo una quota di partecipazione ad un patrimonio autonomo ed indiviso¹²⁰, al quale partecipano *pro quota* anche altri investitori: l’apporto del singolo investitore confluisce e si confonde, quindi, nel patrimonio complessivo del fondo, che rimane separato¹²¹, quindi, sia da quello di tale investitore, che da quello del gestore o di qualsiasi altro patrimonio gestito dallo stesso¹²².

certamente non già di organi del fondo così entificato, ma di imprenditori che, operando per il fondo e sul fondo, esercitano la propria attività di impresa”).

118 Cfr. art. 36, comma 1, del D.lgs. 58/1998.

119 Esula dall’oggetto del presente lavoro l’esame dettagliato delle varie modalità di sviluppo dell’attività di gestione collettiva del risparmio, per cui sia consentito rinviare a F. Annunziata, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L’Ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, I, p. 275 e ss. Per quanto qui di interesse, invece, appare opportuno articolare differentemente l’esame delle modalità di sviluppo e dei soggetti coinvolti, evidenziando e soffermando l’attenzione solo su aspetti che, direttamente o indirettamente, hanno un’incidenza sull’equilibrio di interessi che si viene a realizzare nel fondo comune di investimento fra partecipanti e gestore.

120 Si noti che tradizionalmente il patrimonio viene considerato nella sua dimensione statica; al contrario, al fine di individuare un patrimonio autonomo, deve utilizzarsi un criterio dinamico, incentrato nella variabilità dei beni che costituiscono il suo contenuto. A tale riguardo, il patrimonio autonomo risulta essere un insieme di beni unificato dal punto di vista della disciplina, l’individuazione dei quali è fatta risalire dalla dottrina ad un centro di imputazione di situazioni soggettive. “*Il patrimonio è quindi strumento dell’attività del soggetto*”, contrapposto al soggetto medesimo (sul punto, cfr. G. Ferri Jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, p. 25 e ss., secondo cui “*l’articolo 3, comma 2, della legge 77 del 1983, parlando di patrimonio distinto, utilizza allora il concetto sistemico di patrimonio...*”).

121 Detta separazione è la principale novità che ha indotto il legislatore ad intervenire nella materia del risparmio gestito, introducendo la figura giuridica del fondo, che in epoche precedenti non risultava regolata dalla disciplina in vigore (orientata principalmente alla previsione di forme di intermediazione incentrate nel riferimento agli enti creditizi). Così M. Bessone, *Le SGR, società di gestione del risparmio, La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita notarile*, 2002, fasc. 2, p. 630 e ss.; su questi profili, anche F. Cesarini, *Fondi comuni di investimento e strutture del mercato mobiliare italiano*, in *Riv. società*, 1983, fasc. 1-2, p. 249 e ss.; F. Ascarelli, *op.cit.*, p. 404 e ss.; V. Lemma, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006, p.56.

122 Così, espressamente, l’art. 36, comma 6, del D.lgs. n. 58/1998, secondo cui “[c]iascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell’interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub

L'investitore aderisce ad un rapporto strutturato in forma standardizzata per tutti i partecipanti al fondo, senza possibilità di introdurre elementi di personalizzazione, né evidentemente di poter singolarmente impartire istruzioni vincolanti alla SGR, neppure in relazione all'utilizzo della sola quota-parte di patrimonio riconducibile alla sottoscrizione dal medesimo effettuata¹²³.

Al vertice del fenomeno si pone l'interesse del risparmiatore ad accedere a una forma di investimento della propria ricchezza non realizzabile su base individuale e fondata sul ricorso a un servizio, a carattere professionale, di individuazione e valutazione delle opportunità di impiego della predetta ricchezza.

Nella sua struttura classica, il servizio di gestione collettiva può anche intendersi come affidamento all'intermediario professionale delle scelte di gestione e delle valutazioni discrezionali, nei limiti del rapporto rischio-rendimento selezionato, al fine della massimizzazione del ritorno sull'investimento.

Sotto altro profilo, tipicamente sottesa al fenomeno della gestione professionale è una tecnica di frazionamento del rischio attuata anche mediante la previsione di limiti di investimento, diversamente configurati in considerazione della tipologia di fondo interessato.

3.2.1. Le diverse tipologie di fondi

Il fondo comune di investimento, in buona sostanza, rappresenta lo strumento attraverso cui si esplica l'attività di gestione collettiva della SGR. L'ordinamento italiano conosce diverse tipologie di fondi comuni, differenziati in ragione degli "scopi" di investimento perseguiti e perseguibili con gli stessi e delle caratteristiche dei soggetti potenzialmente destinatari dell'attività di commercializzazione delle loro quote, al fine della sottoscrizione delle stesse.

depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti".

¹²³ Secondo F. Annunziata, *La disciplina del mercato*, cit., p. 183, "non a caso uno degli elementi distintivi della gestione individuale rispetto a quella collettiva è che in ogni momento, il singolo cliente può impartire istruzioni vincolanti al gestore".

La prima macro distinzione possibile è quella fra fondi di tipo “aperto” e fondi di tipo “chiuso”: tale distinzione attiene al profilo oggettivo e delle caratteristiche dello strumento.

Rinviando per i fondi chiusi (oggetto specifico del presente lavoro) al successivo paragrafo, si definisce "fondo aperto", ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. k), del D.lgs. n. 58/1998, il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo.

La variabilità del patrimonio del fondo, in aumento ed in diminuzione, influisce sulle caratteristiche e sui limiti di investimento che, per tale tipologia di fondi, sono determinate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, come recentemente modificato (dicembre 2009)¹²⁴. In particolare, i fondi di tipo aperto, armonizzati o non armonizzati, investono il proprio patrimonio in *assets* che consentono un livello di liquidità coerente con la necessità di garantire ai partecipanti la possibilità di uscire dall'investimento, attraverso il rimborso delle quote inizialmente sottoscritte, o successivamente acquistate, a valere sul patrimonio del fondo.

In altri termini, è il fondo, con il proprio patrimonio, a liquidare la posizione dell'investitore, provvedendo ad annullare le relative quote. Tale operazione è disciplinata dal regolamento del fondo stesso e può essere soggetta a limiti “tecnici” ed operativi, nel senso di prevedere un tempo tecnico di liquidazione della quota o finestre temporali per la richiesta di rimborso; in ogni caso, la richiesta di uscita o smobilizzo (parziale o totale) del partecipante non è vincolata o legata alla raccolta di nuove sottoscrizioni di quote del fondo da parte della SGR.

L'effetto netto di un rimborso, pertanto, è sempre quello di determinare una – seppur temporanea – riduzione del patrimonio del fondo, che quindi è potenzialmente molto volatile.

¹²⁴ I limiti di investimento dei fondi di tipo aperto, armonizzati e non, sono definiti nel Titolo V, Capitolo III, rispettivamente Sezione II e III del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

Questo significa, per quanto qui di interesse, da un lato, che tali fondi hanno un orizzonte di investimento essenzialmente di breve-medio periodo, e per oggetto strumenti finanziari o altri beni che presentino un livello di liquidità sufficiente a garantire il disinvestimento degli stessi nei tempi previsti dal regolamento per procedere alla liquidazione delle quote chieste a rimborso e, dall'altro, che sono di fatto preclusi – dal punto di vista economico, prima ancora che da quello giuridico, al fine di mantenere l'equilibrio finanziario fra le fonti e gli impieghi – gli investimenti in operazioni di *private equity* e di sviluppo in generale¹²⁵.

Una seconda distinzione all'interno del *genus* fondo comune di investimento attiene, invece, al profilo soggettivo dei suoi destinatari. Si distinguono, così, fondi comuni di investimento *retail*, riservati ad investitori qualificati e speculativi, tutti istituibili sia nella forma aperta che chiusa.

125 Ai fondi di tipo aperto sono, ai fini che qui interessano, assimilabili anche le SICAV, società di investimento a capitale variabile, che rappresentano la forma statutaria dell'OICR di diritto italiano. Tali società che si caratterizzano per l'equiparazione fra capitale sociale e patrimonio, perché riconoscono – nei limiti previsti dallo statuto – il diritto per il socio di chiedere il rimborso delle azioni sottoscritte, sono soggette ai medesimi limiti di investimento applicabili ai fondi di tipo aperto, armonizzati o non armonizzati, a seconda del fatto che la SICAV rientri in una categoria o nell'altra. Per maggiori approfondimenti sulle SICAV si vedano, M. Sepe, *Il Risparmio Gestito*, Bari, 2000, p. 100 e ss.; F. Annunziata, *La disciplina del mercato*, cit., p. 213; P. Ferro Luzzi, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 191 e ss.; R. Costi e L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, p. 439 e ss.; E. Rocchi, *Le Società a capitale variabile*, I, *Una ricognizione per modelli*, Modena, 2000, p. 205 e ss.; B. Szego, *Commento sub Art. 43*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 328 e ss.; R. Lener, *Commento sub Art. 45*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, p. 466 e ss.; A. Antonucci, *Le società di investimento a capitale variabile*, Torino, 2000, p. 111 e ss.

È evidente che, tanto nei fondi di tipo aperto che nelle SICAV, sussisterebbe, in via teorica, la possibilità di “giocare” sulle limitazioni di uscita che possono essere previste nel regolamento del fondo o nello statuto della SICAV. In questo senso, però, deve considerarsi che entrambi gli strumenti richiedono una preventiva approvazione proprio delle “regole del gioco” (cioè del regolamento o dello statuto, rispettivamente) da parte della Banca d'Italia. In questo senso, ipotizzare delle regole di smobilizzo dell'investimento che subordinino e limitino lo stesso alla sottoscrizione di nuove quote, da parte di terzi investitori, equivarrebbe a snaturare la tipologia del fondo e, di fatto, a creare un fondo di tipo chiuso (le cui caratteristiche saranno meglio delineate *infra*). In generale, ciò sembrerebbe difficilmente accettabile dall'Autorità di Vigilanza in sede di approvazione e, con specifico riferimento alle SICAV, finirebbe per allineare le stesse, in modo piuttosto evidente, con gli intermediari finanziari di cui all'art. 106 o 107 del D.lgs. n. 385/1993 che siano autorizzati allo svolgimento dell'attività di assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico.

Alla diversa classificazione corrisponde, nel giudizio del legislatore, un diverso bisogno di protezione dell'investitore e, quindi, un decrescente grado di dettaglio della normativa secondaria della Banca d'Italia. I fondi c.d. *retail*, destinati al pubblico indistinto, sono quelli su cui maggiormente si concentra l'attenzione della normativa di attuazione, definendo con precisione il contenuto del regolamento di gestione del fondo, le regole di investimento e remunerazione del gestore, i limiti alle operazioni in conflitto di interessi, così come anche i divieti generali e i limiti alla concentrazione del rischio.

Al crescere dell'esperienza dei potenziali destinatari delle quote e, quindi, della loro capacità di comprendere e affrontare i rischi connessi all'investimento, aumenta anche lo spazio concesso dalla Banca d'Italia allo sviluppo dell'autonomia privata. I fondi riservati ad investitori qualificati, infatti, possono derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio fissate dalla Banca d'Italia nel Provvedimento del 14 aprile 2005, definendo proprie regole e limiti nel regolamento del fondo. Permangono, tuttavia, taluni limiti e divieti generali di investimento, nonché le limitazioni in tema di operazioni in conflitto di interessi (salvo talune eccezioni per i fondi chiusi specializzati nell'investimento in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari).

Da ultimo, alle iniziative destinate ad investitori in possesso di elevato patrimonio personale, tale da consentire un investimento minimo nel fondo di almeno 500.000 euro, è invece concesso il massimo livello di autonomia negoziale. Tali fondi, infatti, possono investire in beni anche diversi da quelli previsti per gli altri fondi (che hanno comunque un livello di liquidità o un valore determinato con cadenza almeno semestrale in modo oggettivo) e stabilire nel regolamento, in assoluta autonomia, i limiti di investimento ed i livelli di concentrazione del rischio. Inoltre, tali fondi possono derogare anche alle altre norme in materia di concentrazione del rischio e frazionamento degli investimenti, purché mantengano comunque un livello di diversificazione "adeguato", coerente con la tipologia di investimenti effettuati.

3.2.2. In particolare: i fondi di tipo chiuso

Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. l), del D.lgs. n. 58/1998, per “fondo chiuso” si intende il fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate.

Il patrimonio del fondo viene raccolto, secondo le modalità stabilite dal regolamento, mediante una o più emissioni (ma non in via “continuativa”, come invece nel caso dei fondi aperti) di quote, di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte entro il termine massimo di diciotto mesi dalla pubblicazione del prospetto ai sensi dell'articolo 94, comma 3, del D.lgs. n. 58/1998 o, se le quote non sono offerte al pubblico, dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia¹²⁶.

I soggetti interessati a partecipare a un fondo chiuso possono sottoscrivere le quote del fondo mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione. I versamenti relativi alle quote sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito nel regolamento del fondo.

Il rimborso delle quote può avvenire allo scadere del termine di durata del fondo o anche in via anticipata, per i partecipanti che ne facciano richiesta, purché nell'ambito di finestre temporali coincidenti con quelle previste per le nuove emissioni di quote e nei limiti di quanto raccolto con le nuove sottoscrizioni, salvo la possibilità aggiuntiva di ricorrere all'indebitamento, per un ammontare complessivo non superiore al 10%¹²⁷. Inoltre, durante la vita del fondo e in coincidenza con disinvestimenti (e, quindi, con eccedenze di cassa disponibili), la SGR può procedere a rimborsi parziali anticipati, proporzionali per tutti i quotisti del fondo.

126 Decorso tale termine, se il fondo è stato sottoscritto in misura non inferiore all'ammontare minimo indicato nel regolamento, la SGR può ridimensionare il fondo, conformemente a quanto stabilito nel regolamento del fondo stesso, dandone comunicazione alla Banca d'Italia. Nel caso in cui un fondo sia sottoscritto in misura superiore all'offerta, la SGR può invece aumentarne il patrimonio, conformemente a quanto stabilito nel regolamento del fondo stesso, dandone comunicazione alla Banca d'Italia.

127 Fanno eccezione i fondi chiusi immobiliari, che investono, cioè, almeno due terzi del proprio patrimonio in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Il D.M. n. 228/1999 chiarisce che i fondi chiusi devono avere una durata massima delimitata, attualmente fissata in trenta anni (cfr. art. 6, comma 2). La Banca d'Italia può consentire, ove sia previsto nel regolamento del fondo e su richiesta della SGR, una proroga del termine di durata del fondo non superiore a tre anni, per il completamento dello smobilizzo degli investimenti. Generalmente, comunque, il ciclo di vita di un fondo chiuso di *private equity* si aggira intorno ai 10 anni e quello di un fondo specializzato in infrastrutture in circa 15 anni, la metà circa dei quali costituiscono il periodo di investimento, mentre il restante periodo viene impiegato nella gestione e valorizzazione delle attività e poi nei disinvestimenti.

La possibilità di disporre di un patrimonio stabile, rende i fondi chiusi lo strumento ideale per effettuare investimenti che sono caratterizzati da un orizzonte temporale di medio-lungo termine e da un profilo di rischio/rendimento elevato. Devono, pertanto, costituirsi in forma chiusa i fondi che investono in:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti in misura superiore al 10% del patrimonio;
- altri beni, diversi dagli strumenti finanziari e dai depositi bancari per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con periodicità almeno semestrale¹²⁸.

In tal modo, la politica di gestione trova adeguata correlazione nelle caratteristiche del fondo e nell'orizzonte di durata dell'investimento del partecipante, assicurando la stabilità del patrimonio e la possibilità di dare allo stesso un impiego coerente.

Il patrimonio del fondo potrà, comunque, essere investito solo nei limiti delle previsioni contenute nel regolamento e nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005. In ogni caso, il patrimonio non potrà essere impiegato in beni

¹²⁸ Sul punto si veda F. Capriglione, *I fondi chiusi di beni d'arte*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, fasc. 4, I, p. 395 e ss. L'A., nell'affrontare il tema dell'utilizzo dei fondi comuni di tipo chiuso per gli investimenti in beni d'arte, si sofferma sulla tematica dei beni che possono costituire oggetto d'investimento dei fondi chiusi ai sensi dell'art. 4 del D.M. n. 228/1999 e sul concetto di "mercato", per la possibilità di determinazione del valore di tali beni.

direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni potranno essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti¹²⁹.

Quanto alla struttura di *governance* dei fondi chiusi, l'art. 37, comma 2-*bis*, del D.lgs. n. 58/1998 demanda al regolamento del Ministro dell'Economia e delle Finanze l'individuazione delle materie sulle quali i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la SGR. Il citato art. 37 stabilisce, tuttavia, che l'assemblea dei partecipanti al fondo chiuso delibera in ogni caso:

- (i) sulla sostituzione della SGR;
- (ii) sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista; e

129 Talune deroghe sono previste, al riguardo per i fondi chiusi immobiliari ai sensi dell'art. 12-*bis* del D.M. n. 228/1999.

L'art. 12, comma 3, del D.M. n. 228/1999, con riferimento ai fondi di tipo chiuso, prevede, tra l'altro, che *“il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti”*. Al riguardo, occorre anzitutto precisare che la vigente normativa di settore non consente di procedere al conferimento di strumenti finanziari in un fondo chiuso non immobiliare (salvo si tratti di un fondo indice), come chiarito nel citato D.M. e nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005. Inoltre, quanto al termine *“indirettamente”*, sembra ragionevole attribuire allo stesso significato analogo a quello assegnatogli dalla disciplina delle partecipazioni al capitale di soggetti abilitati contenuta nell'art. 15, comma 4 del D.lgs. n. 58/1998. In forza di questa disposizione, *“le partecipazioni si considerano acquisite o cedute indirettamente quando l'acquisto o la cessione avvengano per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona”*. Sotto altro profilo, poi, occorre precisare che la locuzione *“società del gruppo”* contenuta nell'art. 12, comma 3, del D.M. sembra riferibile al solo *“gruppo di appartenenza”* o al *“gruppo rilevante”* della SGR e non anche a quello del socio della SGR. La genericità della formulazione impedisce di utilizzare con sufficiente margine di sicurezza l'argomento letterale, ma ragioni di ordine teleologico e sistematico offrono adeguato sostegno alla tesi che esclude il gruppo del socio della SGR dall'ambito di operatività della norma.

Conseguentemente, l'ambito di applicazione del divieto di cui all'art. 12, comma 3 risulterebbe limitato al gruppo della SGR e non anche al gruppo del socio e, più specificamente, a tutte le società dallo stesso partecipate, salvo il limite della interposizione e del negozio in frode alla legge. Il superamento del riferimento di cui nel testo e l'estensione del divieto ad altro soggetto (poi inteso come portatore dell'interesse sostanziale al compimento di una data operazione) si giustificano solo in presenza di fenomeni di interposizione (reale o fittizia) o, ai sensi dell'art. 1344 c.c., di elusione fraudolenta del precetto imperativo di cui all'art. 12, comma 3 del D.M. In altri termini, tale estensione risulta giustificata laddove la entità controllata/partecipata sia stata un mero strumento per eludere l'applicazione del comando/divieto, richiedendo poi tale accertamento secondo alcuni la dimostrazione dell'intento fraudolento, secondo altri una interpretazione puramente oggettiva e condotta a livello della causa concreta del negozio concluso.

(iii) sulle modifiche delle politiche di gestione.

I regolamenti, inoltre, prevedono generalmente che sia demandata alla competenza dell'Assemblea dei Partecipanti anche l'adozione di delibere vincolanti per la SGR in relazione ad ulteriori materie, quali, ad esempio, (i) le modifiche del regolamento, (ii) la liquidazione (anche in via anticipata) del fondo, e (iii) le operazioni che comportino la fusione del fondo.

L'assemblea deve essere convocata dal consiglio di amministrazione della SGR anche su richiesta dei partecipanti che rappresentino almeno il 10% del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50% più una quota degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non potrà in ogni caso essere inferiore al 30 per cento del valore di tutte le quote in circolazione¹³⁰.

(segue) i fondi riservati

Ai sensi dell'art. 15 del D.M. n. 228/1999, le SGR possono istituire fondi aperti e chiusi la cui partecipazione è riservata ad "investitori qualificati", specificando le categorie di investitori alle quali il fondo è riservato, sia in fase di sottoscrizione che durante la vita del fondo stesso¹³¹.

Sono "investitori qualificati" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. h), del D.M. n. 228/1999:

130 Le deliberazioni dell'assemblea sono trasmesse alla Banca d'Italia per l'approvazione. Esse si intendono approvate quando il diniego non sia stato adottato entro quattro mesi dalla trasmissione. Anche su tali deliberazioni, pertanto – che pure sono manifestazioni della volontà dei partecipanti al fondo e, quindi, dei soggetti di pertinenza dei quali è il patrimonio del fondo – si esercita il controllo e la vigilanza dell'Autorità di Vigilanza, per assicurare, da un lato, il perseguimento dell'interesse comune dei partecipanti e, dall'altro lato, che agli stessi non sia rimessa la gestione concreta del fondo.

131 Ai sensi dell'art. 15, comma 4, del D.M. n. 228/1999, le quote dei fondi riservati a investitori qualificati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d), del testo unico, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo.

La riserva a favore degli investitori qualificati ha una portata inderogabile, ed essa non può essere aggirata attraverso comportamenti in senso lato "elusivi". Così F. Annunziata, *La disciplina del mercato*, cit., p. 205. L'A., al riguardo, ipotizza anche che "essendo la quota di partecipazione ad un fondo comune un titolo di credito e segnatamente un titolo di credito causale il negozio che ha ad oggetto il trasferimento di tale quota in violazione del divieto di cui all'art. 15, comma 4 del DM sia nullo in quanto in contrasto con norme imperative".

- le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio, le società di investimento a capitale variabile, i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del D.lgs. n. 385/1993;
- i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea;
- le fondazioni bancarie;
- le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente¹³².

132 Sotto il profilo soggettivo, la disciplina in commento si riferisce alla figura dell'investitore qualificato: non si utilizzano invece i diversi concetti di cliente professionale o controparte qualificata o investitore qualificato previsti nella disciplina dei servizi di investimento o della sollecitazione all'investimento. Le varie nozioni, in effetti, hanno estensione diversa. Come precisato dalla Consob, con riferimento al rapporto fra la qualifica di cliente professionale (di diritto o su richiesta), ai sensi della disciplina in materia di intermediari (Reg. Consob n. 16190/2007) attuativa della c.d. MiFID, e quella di investitore qualificato di cui al D.M. n. 228/1999, gli "investitori qualificati" ex D.M. n. 228/99, nel caso in cui non rientrassero tra quelli "professionali" (di diritto o "su richiesta") previsti dal regolamento intermediari, ricadrebbero nell'ambito degli investitori "al dettaglio", con conseguente (inevitabile) applicazione delle regole della gestione collettiva previste per tale categoria di investitori. Tra gli "investitori qualificati" di cui al D.M. n. 228/1999 sono contemplati: (a) soggetti trattati dal regolamento intermediari come investitori "professionali" di diritto (ossia imprese di investimento, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazione, ecc...); b) soggetti che il regolamento intermediari non cita testualmente tra i "professionali" di diritto (ossia "le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente"). I soggetti sub b) - ai quali soltanto va limitata l'osservazione in commento - potrebbero essere tuttavia trattati come "professionali" di diritto, qualora rientranti tra gli "*altri investitori istituzionali (...) tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari*" (cfr. Reg. Consob 16190/2007, allegato 3, par. I, n. 1, lett. i). In mancanza, i predetti "investitori esperti e competenti" potrebbero, in alternativa: a) essere considerati comunque come "professionali", dopo aver richiesto alla (e ottenuto dalla) SGR il relativo trattamento in virtù di apposita procedura di verifica del possesso di determinati requisiti (fatturato, numero operazioni effettuate, etc.); b) ricevere soltanto il trattamento di "investitori al dettaglio" e, in tal caso, senza possibilità di ottenere una deroga della disciplina applicabile come invece richiesto nell'osservazione. La

In tal caso, considerata la qualifica soggettiva dei potenziali destinatari dell'investimento (che dovrebbero essere contraddistinti da un livello di esperienza particolarmente qualificato), il regolamento del fondo può fissare limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti, in via generale, dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia.

Il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 non formula indicazioni particolarmente analitiche in relazione alle caratteristiche di investimento di tali fondi, e ciò a differenza di quanto viene stabilito per i fondi aperti armonizzati e non e per i fondi chiusi. In altri termini, per i fondi riservati si assiste ad una identificazione “sintetica” delle caratteristiche di investimento del prodotto: ai fondi riservati, aperti o chiusi, si applicano le disposizioni di investimento previste dalle

deroga, infatti, finirebbe per introdurre un elemento di distonia nel sistema, perché l'unica differenza rispetto ad un comune “investitore al dettaglio” sarebbe l'auto-dichiarazione di specifica esperienza e competenza in operazioni finanziarie.

Il possesso del requisito di investitore qualificato “esperto e competente” continua a poter, e dover, essere dimostrato attraverso l'apposita autodichiarazione. Tale autodichiarazione non ha un contenuto predeterminato, né sembra doversi necessariamente concludere nel senso che le recenti disposizioni attuative della MiFID - ed in particolare il nuovo regolamento intermediari - incidano sulla stessa o comportino l'adeguamento del contenuto di questa alle regole ed ai criteri previsti per la classificazione della clientela ai sensi della disciplina “MiFID”. Come chiarito anche dalla Consob, le due classificazioni (quella di investitore qualificato e quella di investitore professionale - investitore al dettaglio) hanno ambiti di applicazione autonomi, nel senso che la prima era ed è richiesta come prerequisito soggettivo per la sottoscrizione, l'acquisto e la detenzione delle quote dei fondi di tipo riservato. La classificazione della clientela a fini “MiFID”, invece, rileva per la prestazione dei servizi e, nel caso specifico della SGR, per la commercializzazione delle quote degli OICR e le regole di comportamento e l'informativa da fornire. Da quanto sopra deriva che potranno sussistere investitori “esperti e competenti” (le persone fisiche e giuridiche di cui sopra che abbiano fatto l'autodichiarazione) che siano investitori al dettaglio e per i quali l'investimento nelle quote del fondo sia o meno appropriato. Ovviamente, occorre precisare che, nella misura in cui l'autodichiarazione sia per così dire “autoreferenziale”, cioè si limiti ad affermare la competenza ed esperienza senza fornire elementi di dettaglio, sussiste oggi - come sussisteva prima - un generale dovere della SGR di non accettare dichiarazioni che siano evidentemente o ragionevolmente infondate. In tal caso, infatti, si realizzerebbe una violazione della norma imperativa che impone il requisito soggettivo per la partecipazione ai fondi riservati e non ci potrebbe essere, e farsi valere, un “affidamento” della SGR sull'autodichiarazione (come normalmente avviene). Ad oggi, gli obblighi di classificazione della clientela ex “MiFID” mettono semplicemente le SGR in condizione di disporre di un numero di informazioni maggiori che entrano nel patrimonio aziendale e di cui non si può non tenere conto. In questo senso se, come detto, è ben possibile che un investitore qualificato sia un investitore al dettaglio, se dalla classificazione ex “MiFID” emergesse che il predetto investitore non ha alcuna esperienza, questo porrebbe inevitabilmente in discussione l'affidabilità dell'autodichiarazione dallo stesso fornita. Pertanto, la dichiarazione con la quale l'investitore afferma di essere un investitore qualificato dovrà riflettere una situazione comunque effettivamente riscontrabile.

rispettive sezioni del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, ma il regolamento del fondo può individuare deroghe alle norme di contenimento e frazionamento del rischio¹³³.

Tale libertà non è assoluta. Resta fermo l'obbligo di investire nelle tipologie di beni individuate dall'art. 4, comma 2, del D.M. n. 228/1999. I fondi riservati, poi, non possono derogare ai divieti di carattere generale stabiliti nel medesimo provvedimento della Banca d'Italia¹³⁴.

Spetterà dunque agli operatori stabilire, di volta in volta, le caratteristiche di tali fondi senza che al riguardo sussistano molti limiti predeterminati in via generale (il che non esclude che si formino limiti di prassi o orientamenti consolidati, né comunque che l'assetto scelto sia poi soggetto al vaglio della Banca d'Italia in sede di approvazione del regolamento del fondo).

Altra caratteristica peculiare dei fondi chiusi riservati ad investitori qualificati, particolarmente rilevante proprio nell'applicazione dei fondi chiusi al *private equity* ed alle operazioni a sviluppo (come quelle relative alle infrastrutture), è la possibilità, laddove sia previsto dal regolamento, di effettuare i versamenti a valere sulle quote sottoscritte in più soluzioni (e, dunque, non in un'unica soluzione, all'atto della sottoscrizione), a richiesta della società di gestione del risparmio ed in base alle esigenze di investimento del fondo medesimo.

A tale riguardo, dovrà essere indicato, all'interno del regolamento del Fondo, il termine ultimo entro il quale la SGR potrà procedere alla richiesta dei predetti versamenti¹³⁵.

133 Fanno eccezione alla possibilità di deroga, tra l'altro, le previsioni in materia di leva finanziaria ed indebitamento del fondo.

134 Ne consegue che, nella formulazione delle linee di investimento di un fondo riservato, continueranno ad applicarsi i seguenti divieti: (a) concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari; (b) vendere allo scoperto strumenti finanziari; (c) investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR; (d) acquistare metalli o pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi.

135 Tale previsione è sicuramente funzionale a consentire una migliore redditività dell'investimento complessivo, limitando il periodo di gestione delle somme sottoscritte solo a quanto effettivamente necessario ai fini di investimento. Da notare, però, che la stessa determina anche l'insorgenza di problematiche interessanti, acuite nella prassi dalla recente crisi finanziaria che ha, come noto, coinvolto anche grandi operatori del settore. In particolare, si deve ragionare

(segue) i fondi speculativi

I fondi di tipo speculativo, possono investire il proprio patrimonio in beni anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, del D.M. n. 228/1999 cui è limitato l'investimento delle altre tipologie di fondi¹³⁶. Inoltre, l'investimento può avvenire anche in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dal rischio stabilite dalla Banca d'Italia, secondo quanto previsto nel regolamento di gestione del fondo e purché, in ogni caso, sia assicurato un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio.

Tale limite di diversificazione – in vero non particolarmente stringente – ha, comunque, avuto l'effetto, ad oggi, di non consentire ancora l'approvazione di regolamenti di fondi che prevedano e limitino espressamente l'investimento in un unico *asset*. Con ciò, viene in realtà anche preservato uno dei tratti caratteristici della gestione collettiva: l'affidamento al gestore dei compiti di selezione, investimento e

dell'ipotesi in cui a fronte del richiamo effettuato dalla SGR, per coprire una delibera di investimento, il partecipante – per mutate situazioni finanziarie o per altre vicende – non sia più in grado di procedere al versamento dovuto. In tale ipotesi si determina un potenziale *default* del fondo e la necessità, per questo, di effettuare un ulteriore richiamo su tutti i partecipanti, per importo pari a quello rimasto non adempiuto dal singolo sottoscrittore. Tale rischio del fondo sta ricevendo sempre maggiore attenzione nelle gare e nelle negoziazioni con le controparti: viene sempre più spesso richiesta, infatti, l'indicazione dei maggiori quotisti del fondo stesso, così da poter valutare anche l'affidabilità finanziaria di questi.

136 Sebbene la normativa di riferimento non preveda più, come in passato, il vincolo di specializzazione per le SGR che istituiscono e gestiscono fondi comuni di investimento speculativi, l'avvio di una linea di gestione speculativa da parte di una SGR "ordinaria" richiede comunque una preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. A tale comunicazione deve essere allegato un nuovo programma di attività e una nuova relazione sulla struttura organizzativa. In tale contesto, la SGR dovrà dare conto delle misure organizzative poste in essere per adeguare i presidi operativi interni mediante il rafforzamento delle procedure, delle risorse e degli strumenti in dotazione alle funzioni di controllo interno, *risk management* e *compliance*. La Banca d'Italia rende noto entro il termine di 90 giorni dalla comunicazione se non esistono motivi ostativi all'avvio della nuova linea di business. A tale termine, potrebbe, peraltro, aggiungersi (almeno in parte) quello necessario all'approvazione del regolamento del fondo speculativo, anche laddove il deposito della relativa istanza fosse effettuato contestualmente alla comunicazione di cui sopra.

È stato, invece, eliminata la previsione relativa alla limitazione del numero massimo dei partecipanti in cui, almeno nel momento genetico, poteva cogliersi una correlazione con il divieto di sollecitazione relativa alle quote del fondo speculativo e la disciplina delle eccezioni all'obbligo di prospetto informativo, per come dettagliata nel regolamento intermediari.

diversificazione del patrimonio, che non sembrerebbe coerente con una politica di gestione espressamente limitata ad un solo bene.

L'importo minimo della quota iniziale che ciascun investitore è chiamato a sottoscrivere non può essere inferiore a 500.000 euro¹³⁷ e le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate in nessun caso, né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

È evidente che la *ratio* normativa è quella di limitare l'accesso a forme di investimento considerate altamente rischiose ai soli soggetti che siano dotati di un patrimonio personale significativo, che, da un lato, potrebbe consentire di assorbire le perdite e, dall'altro, dovrebbe astrattamente comportare un minor bisogno di protezione.

Deve notarsi che i fondi speculativi non sono riservati automaticamente ai soli investitori qualificati, in quanto la limitazione di accesso prevista dal legislatore è basata esclusivamente sull'ammontare minimo dell'investimento iniziale. Discende da ciò che non può ritenersi direttamente applicabile ai fondi speculativi la possibilità, prevista per i fondi riservati, di procedere al richiamo dei versamenti sottoscritti dagli investitori in una o più volte.

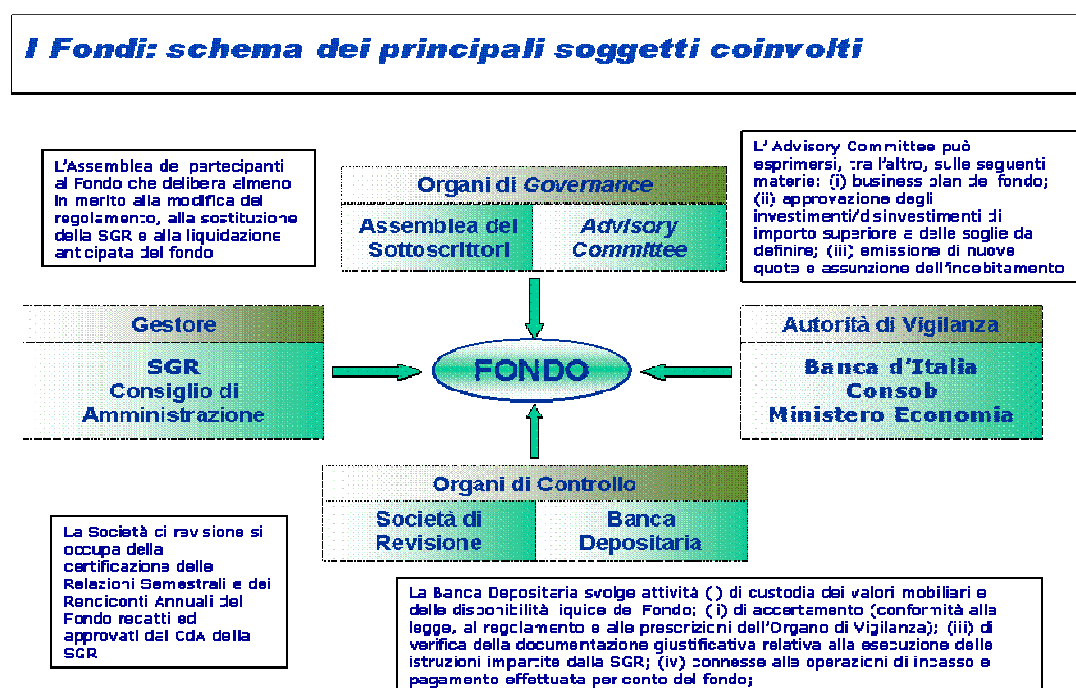
Anche per tale ragione, soprattutto nel *private equity* o nel settore immobiliare, dove è più difficile ipotizzare l'impiego immediato dell'intero patrimonio disponibile (come avviene, invece, in caso di fondi che investano su titoli quotati), i fondi di tipo speculativo vengono usualmente istituiti in forma riservata a soli investitori qualificati.

¹³⁷ Al riguardo il limite di investimento minimo nel fondo pone problemi interessanti nella pratica, per la frequenza con cui si riscontra la detenzione delle quote attraverso veicoli societari, anche dotati di personalità giuridica, o altri soggetti che aggregano più investitori ciascuno dei quali ha realizzato un investimento inferiore ai 500.000 euro. Tale questione aveva maggiore rilevanza nel vigore della previsione che limitava il numero massimo di partecipanti a ciascun fondo speculativo, perché allora l'utilizzo di veicoli societari poteva rappresentare la via per far accedere all'investimento speculativo un numero maggiore di partecipanti, aggregati dietro ad un soggetto unitario privo di altri *assets* o investimenti.

3.3. I soggetti coinvolti nella prestazione del servizio; la SGR

L'attività di gestione di un fondo comune di investimento prevede, nella sua articolazione strutturale, l'intervento di soggetti e centri di imputazione diversi. Il primo di questi è costituito dalla SGR, ossia dalla società che istituisce e gestisce il fondo. Si hanno, poi, soggetti con funzioni di controllo, quali la banca depositaria e la società di revisione. Infine, un ruolo nel processo gestionale, intesa in senso ampio, deve attribuirsi anche ai partecipanti al fondo chiuso, entro i limiti delle prerogative che sono riconosciute dalla vigente normativa e dalla prassi di mercato.

Lo schema sotto riassume, con estrema sintesi, i principali soggetti interessati nel processo gestionale, considerando, per la SGR, il solo organo collegiale responsabile, in ultima istanza, delle decisioni assunte in relazione al fondo.



Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. (o) del D.lgs. n. 58/1998, le società di gestione del risparmio ("SGR") sono le società per azioni, con sede legale e direzione generale in Italia, autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, a sua volta definito dalla precedente lettera (n) del medesimo articolo come "il servizio che si realizza attraverso: (1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento

*e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; (2) la gestione del patrimonio di OICR [cioè, fondi comuni di investimento e SICAV], di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili*¹³⁸.

Ai sensi dell'art. 34 del D.lgs. n. 58/1998 e del Titolo II, Cap. I del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza lo svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, del servizio di gestione di portafogli e del servizio di consulenza in materia di investimenti¹³⁹ da parte delle società di gestione del risparmio quando ricorrono le seguenti condizioni:

- (a) sia adottata la forma di società per azioni;
- (b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate in Italia¹⁴⁰;
- (c) il capitale versato non sia inferiore ad 1.000.000 di Euro¹⁴¹;

138 La funzione di promozione del fondo può essere distinta da quella di gestione del fondo stesso: si tratta di una semplice opzione, potendo la società di gestione del risparmio cumulare entrambe le attività. Per il caso in cui i due ruoli siano tenuti distinti, si può osservare che alla società di promozione sono riservati compiti attinenti all'istituzione, all'amministrazione, all'organizzazione del fondo, mentre alla società di gestione spetta, per l'appunto, l'attività di investimento e di disinvestimento del patrimonio del fondo stesso.

139 Il D.lgs. n. 58/1998, nel regolare il servizio di gestione collettiva del risparmio, ne dispone la separazione dagli altri servizi di investimento e riserva la prestazione dello stesso, realizzata per il tramite dell'istituzione e gestione di fondi comuni di investimento, alle sole società di gestione del risparmio. Tali società sono, sostanzialmente, intermediari specializzati nella prestazione di tale servizi o, nei servizi di gestione (inclusa quindi anche quella individuale) e di servizi ed attività comunque connesse o riconducibili al *core business* (cfr. G. Carriero, *L'ambito applicativo della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Rivista delle società*, 2005, fasc. 5, p. 1115 e ss.). Più in particolare, ai sensi dell'art. 33, comma 2 del D.lgs. n. 58/1998, le SGR possono: (a) prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio; (b) prestare il servizio di gestione di portafogli; (c) istituire e gestire fondi pensione; (d) svolgere le attività connesse o strumentali stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob; (e) prestare i servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettera a) del D.lgs. n. 58/1998, limitatamente alle quote di OICR di propria istituzione; (f) prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti; (g) commercializzare quote o azioni di OICR propri o di terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia.

140 Si intende, invece, per "società di gestione armonizzata": la società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio. Tale società, in Italia, potrà gestire fondi di altrui istituzione, ma non procedere alla promozione di nuovi fondi di diritto italiano.

141 Merita rilevare che la Banca d'Italia richiede, in concreto, la sottoscrizione ed il versamento di un capitale sociale maggiore di quello fissato normativamente, sulla base di una valutazione di adeguatezza dello stesso a sostenere la fase iniziale dell'attività della SGR. Peraltro, ottenuta l'autorizzazione ed ai sensi del D.lgs. 58/1998 e del Prov. della Banca d'Italia del 14 aprile

- (d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità¹⁴², onorabilità¹⁴³ ed indipendenza¹⁴⁴ indicati dall'articolo 13 del D.lgs. n. 58/1998;

2005, le SGR devono costantemente disporre di un patrimonio di vigilanza minimo, non inferiore alla somma fra: (i) il maggiore importo fra: (a) la copertura patrimoniale richiesta per la massa gestita di OICR (diversi dai fondi chiusi non riservati ad investitori qualificati) e fondi pensione; (b) la copertura patrimoniale richiesta per il rispetto del coefficiente "altri rischi"; (ii) la copertura patrimoniale richiesta per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale. In ogni caso il patrimonio di vigilanza non può essere inferiore all'ammontare del capitale minimo richiesto per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, pari ad un milione di Euro.

142 Ai sensi dell'art. 1 del D.M. Tesoro n. 468/1999, gli esponenti aziendali delle SGR devono essere scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che abbiano maturato una esperienza complessiva di almeno un triennio attraverso l'esercizio di: (a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; (b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo o comunque funzionali all'attività della SGR; (c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; (d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie. Il Presidente del Consiglio di Amministrazione deve essere scelto secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che abbiano maturato un'esperienza di almeno un quinquennio attraverso l'esercizio delle attività o delle funzioni sopra indicate. L'Amministratore Delegato e il Direttore Generale devono essere in possesso di una specifica competenza in materia creditizia, finanziaria, mobiliare o assicurativa maturata attraverso esperienze di lavoro in adeguata posizione di responsabilità per un periodo non inferiore a un quinquennio. Analoghi requisiti sono richiesti per le cariche che comportano l'esercizio di funzioni equivalenti a quella di Direttore Generale.

143 Ai sensi dell'art. 3 del D.M. Tesoro n. 468/1998, Le cariche, comunque denominate, di Amministratore, Sindaco e Direttore Generale nelle SGR non possono essere ricoperte da coloro che: (a) si trovano in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'art. 2382 del Codice Civile; (b) sono stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi della legge 27 dicembre 1956 n. 1423 o della legge 31 maggio 1965 n. 575 e successive modificazioni ed integrazioni, salvi gli effetti della riabilitazione; (c) sono stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione (1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento; (2) alla reclusione per uno dei delitti previsti nel titolo XI del libro V c.c. e nel regio decreto del 16 marzo 1942 n. 267; (3) alla reclusione per un tempo non inferiore ad un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; (4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo. Le cariche di Amministratore, Sindaco e Direttore Generale nella SGR non possono essere ricoperte da coloro ai quali sia stata applicata su richiesta delle parti una delle pene sopra previste alla lettera c), salvo il caso dell'estinzione del reato. Le pene previste dalla precedente lettera c), n. 1 e 2 non rilevano se inferiori ad un anno. Con riferimento alle fattispecie disciplinate in tutto o in parte da ordinamenti stranieri, la verifica dell'insussistenza delle condizioni di cui sopra è effettuata sulla base di una valutazione di equivalenza sostanziale a cura della Banca d'Italia.

- (e) i partecipanti “qualificati” abbiano i requisiti di onorabilità di cui all’art. 14 del D.lgs. n. 58/1998 e siano idonei a garantire la sana e prudente gestione dell’intermediario e l’effettivo esercizio della vigilanza sullo stesso¹⁴⁵;
- (f) la struttura del gruppo rilevante di cui è parte la SGR¹⁴⁶ non sia tale da pregiudicare l’effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell’articolo 15, comma 5 del D.lgs. n. 58/1998¹⁴⁷;

144 Ai sensi dell’art. 13 del D.lgs. n. 58/1998, gli amministratori, i direttori generali e i sindaci delle SGR devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti dal c.c. e dal Ministro dell’economia e delle finanze, con apposito regolamento emanato sentita la Banca d’Italia. Alla data attuale, il suddetto regolamento non è stato ancora emanato; pertanto, i requisiti di indipendenza attualmente in vigore sono quelli stabiliti dall’art. 2399 c.c. con riferimento ai componenti del collegio sindacale.

145 Ai sensi dell’art. 1 del D.M. Tesoro n. 469/1998, chiunque partecipa al capitale di una SGR in misura superiore al 5% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti qualora non possieda requisiti di onorabilità sostanzialmente simili a quelli richiesti per gli esponenti aziendali della SGR.

Quanto alla valutazione della sana e prudente gestione della SGR, i partecipanti qualificati allegano all’istanza di autorizzazione documentazione idonea a dimostrare la correttezza nelle relazioni di affari, la situazione finanziaria, nonché l’esistenza di legami di qualsiasi natura con gli altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione della SGR stessa.

La verifica degli assetti partecipativi della SGR include anche l’esame degli accordi parasociali: dovrà essere comunicato alla Banca d’Italia, sia in fase di autorizzazione che successivamente, qualsiasi tipo di accordo concernente l’esercizio del diritto di voto nella SGR, indipendentemente dalla forma, dalla durata, dal grado di vincolatività e stabilità. La conclusione di tali negozi non è vietata, ma la Banca d’Italia potrà sospendere il diritto di voto dei soci partecipanti all’accordo stesso qualora da questo derivi una concertazione tale da pregiudicare la sana e prudente gestione dell’intermediario. Sul tema, il Provvedimento 14 aprile 2005 dispone che la stessa Banca d’Italia valuti in concreto i riflessi dell’accordo sulle politiche gestionali dell’intermediario.

146 Ai sensi del Regolamento, per gruppo rilevante della SGR si intendono i soggetti, italiani o esteri, che (i) controllano la SGR, (ii) sono controllati dalla SGR, (iii) sono controllati dagli stessi soggetti che controllano la SGR. Rientrano, inoltre, nella nozione di gruppo rilevante anche i soggetti, italiani o esteri, che (i) detengono partecipazioni nella SGR in misura almeno pari al 20% del capitale con diritto di voto e (ii) sono partecipati dalla SGR in misura almeno pari al 20% del capitale con diritto di voto.

147 Ai sensi del Regolamento, i partecipanti che possiedano una partecipazione superiore al 20% ovvero di controllo, allegano all’istanza di autorizzazione della SGR la seguente documentazione: (a) bilancio dell’ultimo esercizio corredato dalla relazione degli amministratori e del collegio sindacale e, ove esistente, della relazione della società di revisione; (b) il curriculum vitae dei membri degli organi amministrativi, del direttore generale e del legale rappresentante; (c) riferimenti circa le relazioni d’affari e altri collegamenti che il soggetto interessato ha in essere con l’intermediario a cui si riferisce la partecipazione e con i partecipanti al capitale dell’intermediario medesimo, nonché i rapporti di debito con banche e altri intermediari del gruppo di appartenenza della SGR; (d) indicazione delle fonti di finanziamento che il soggetto ha utilizzato per la sottoscrizione della partecipazione, con l’indicazione degli eventuali

- (g) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale, nonché una relazione sulla struttura organizzativa¹⁴⁸;

finanziatori; (e) elenco dei soci che detengono una partecipazione superiore al 10% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto nel Partecipante Qualificato. Inoltre, ove il Partecipante Qualificato faccia parte di un gruppo, devono essere inviati: (f) la mappa del gruppo con l'indicazione territoriale delle sue componenti; (g) il bilancio consolidato del gruppo relativo all'ultimo esercizio; (h) riferimenti in ordine ai rapporti finanziari e operativi in essere tra la SGR ed i soggetti del gruppo, gli enti finanziari del gruppo e le altre società ricomprese nel gruppo. Ove si tratti di una società estera sottoposta a vigilanza dovranno inoltre essere inviate: (i) una lettera di *good standing* o una attestazione dell'autorità di vigilanza del paese d'origine; (l) una dichiarazione della società con la quale si attesta l'insussistenza di vincoli a fornire informazioni alla Banca d'Italia nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza. Qualora sia già presente un partecipante qualificato di controllo, il Partecipante Qualificato che detenga una quota pari o inferiore al 20% nel capitale della SGR, allega all'istanza di autorizzazione, al fine della valutazione della sana e prudente gestione, la documentazione indicata alle lett. (a), (b), (d), (f) e (g). Le società estere sottoposte a forma di vigilanza inviano inoltre la documentazione di cui alle lett. (i) e (l).

¹⁴⁸ Ai sensi del Titolo II, Cap. I, Sez. III del Regolamento, la SGR predispone un programma di attività, accompagnato dalla relazione sulla struttura organizzativa. Il programma di attività e la relazione sulla struttura organizzativa contengono tra l'altro le informazioni di seguito elencate.

(A) *Attività, servizi e prodotti*: la SGR indica le attività e i servizi che intende svolgere, comprese le attività connesse e strumentali nonché i servizi accessori. In particolare, con riguardo al servizio di gestione collettiva, la SGR precisa (i) la tipologia di fondi che intende istituire e di clientela cui si indirizza il servizio; (ii) se intende limitare la propria attività all'istituzione e promozione dei fondi ovvero se intende svolgere direttamente l'attività di gestione; (iii) le modalità di svolgimento dell'attività di gestione. In particolare, se intende affidare scelte di investimento relative ai fondi gestiti a intermediari abilitati a prestare servizi di gestione, specificando ampiezza e contenuto dell'incarico, ovvero se intende ricevere analoghi incarichi.

(B) *Struttura organizzativa e investimenti*: la relazione sulla struttura organizzativa, allegata al programma di attività, è redatta secondo lo schema contenuto nell'Allegato IV.4.1 del Regolamento, tenendo presenti i criteri e i presidi organizzativi minimi richiamati al Titolo IV, Capitolo III del Regolamento medesimo. Nella relazione la SGR indica, inoltre: (i) i principali investimenti e interventi organizzativi attuati, in corso di attuazione e programmati per il triennio successivo relativi alle attività descritte sub (A); (ii) un piano di assunzione di personale relativo al primo triennio di attività, ripartito per anno e per funzioni.

(C) *Previsioni di sviluppo delle attività*: nel programma di attività la società indica: (i) il/i mercato/i di riferimento dei servizi e dei prodotti che intende sviluppare; (ii) le previsioni circa il posizionamento della SGR nel/i mercato/i di riferimento; (iii) i volumi di affari programmati nel corso dei successivi tre esercizi, ripartiti per ciascun esercizio; e (iv) i criteri e le politiche di remunerazione dei prodotti e dei servizi.

(D) *Situazione patrimoniale, economica e finanziaria*: al programma di attività la SGR allega i bilanci previsionali (stato patrimoniale e conto economico analitico) dei primi tre esercizi da cui risultino: gli investimenti che la società intende effettuare, con indicazione dell'ammontare, del piano di ammortamento, delle forme di finanziamento, nonché della durata o dei tempi di realizzazione; i costi operativi, distinti per categoria; i risultati economici attesi; l'andamento del *cash-flow*; l'andamento del patrimonio di vigilanza e dei requisiti prudenziali stimati. Sono indicate le ipotesi sulle quali si basano le previsioni effettuate, che devono essere riferite a scenari alternativi.

(h) la denominazione sociale contenga le parole “*società di gestione del risparmio*”.

La Banca d'Italia rilascia l'autorizzazione, sentita la Consob, entro il termine di 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda, corredata della richiesta documentazione¹⁴⁹. Ottenuta l'autorizzazione, la SGR è iscritta nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

Le SGR devono costantemente disporre di un patrimonio di vigilanza¹⁵⁰ minimo, non inferiore alla somma fra: (i) il maggiore importo fra: (a) la copertura patrimoniale richiesta per la massa gestita di OICR (diversi dai fondi chiusi non riservati ad investitori qualificati¹⁵¹) e fondi pensione; (b) la copertura patrimoniale richiesta per il rispetto del coefficiente “altri rischi”; (ii) la copertura patrimoniale richiesta per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di

Nel programma di attività la società indica le modalità con le quali intende assicurare condizioni di equilibrio economico e il rispetto delle norme prudenziali nella fase di avvio dell'attività, anche in caso di sviluppo dei volumi operativi inferiori alle attese.

149 Il termine è: (i) interrotto se la documentazione risulta incompleta o se la SGR invia di propria iniziativa nuova documentazione integrativa o modificativa di quella trasmessa; in tali ipotesi, un nuovo termine comincia a decorrere dalla data di ricezione della documentazione; o (ii) sospeso (a) qualora la Banca d'Italia richieda ulteriori informazioni integrative o (b) qualora la Banca d'Italia debba interessare autorità di vigilanza estere per l'esistenza di rapporti societari con soggetti o (c) nei casi in cui la Banca d'Italia richieda una perizia o disponga un'ispezione per verificare l'esistenza e l'ammontare del patrimonio della SGR.

150 Il patrimonio di vigilanza è calcolato come somma algebrica di una serie di elementi patrimoniali positivi e negativi, la cui commutabilità viene ammessa in funzione della qualità patrimoniale riconosciuta a ciascuno di essi. In particolare, è ammesso nel computo del patrimonio di vigilanza, senza alcuna limitazione, l'importo risultante dalla somma di (i) capitale versato, (ii) riserve (escluse quelle di rivalutazione), (iii) utili di esercizi precedenti portati a nuovo e (iv) fondo per rischi finanziari generali, dedotti (i) azioni proprie in portafoglio, (ii) avviamento, (iii) altre attività immateriali, (iv) perdite di esercizi precedenti portati a nuovo, nonché (v) perdite di rilevante entità verificatesi nell'esercizio in corso (il “Patrimonio di Base”). È inoltre computabile nel patrimonio di vigilanza, nel limite del 50% del Patrimonio di Base il c.d. “patrimonio supplementare”, costituito – nei limiti e secondo le modalità specificate dalla Banca d'Italia - da (i) riserve di rivalutazione, (ii) strumenti ibridi di patrimonializzazione, (iii) passività subordinate con durata originaria non inferiore a 5 anni, e (iv) fondi rischi su crediti (il “Patrimonio Supplementare”). Dall'ammontare del Patrimonio di Base e del Patrimonio Supplementare si deducono, tra l'altro, le partecipazioni in SGR, banche, SIM, IMEL e società finanziarie superiori al 10% del capitale della società partecipata e gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le attività subordinate verso tali enti (il “Patrimonio di Vigilanza”). Le partecipazioni detenute dalle SGR non detratte dal patrimonio di vigilanza (es: partecipazioni nelle società strumentali) non possono eccedere il 50% del patrimonio di vigilanza medesimo.

151 Con riferimento a tali fondi, infatti, le SGR sono tenute ad acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del valore complessivo netto iniziale di ciascun fondo della specie e delle successive emissioni, fino ad un valore complessivo netto del fondo di Euro 150 milioni; per la parte eccedente tale ammontare, la percentuale è ridotta all'1%.

restituzione del capitale. In ogni caso il patrimonio di vigilanza non può essere inferiore all'ammontare del capitale minimo richiesto per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, pari ad un milione di Euro. La copertura patrimoniale di cui al precedente punto (i) (a) si determina sulla base della somma delle attività risultanti dall'ultimo prospetto contabile pubblicato (i) dei fondi comuni di investimento, esclusi quelli chiusi non riservati ad investitori qualificati, e fondi pensione, ad esclusione di quelli per i quali la SGR svolge attività di gestione in qualità di delegato, e (ii) dei patrimoni di SICAV della cui gestione sono incaricate, detratto un importo fisso di Euro 250 milioni. Sull'importo così determinato si calcola un requisito patrimoniale pari allo 0,02%, fino ad un massimo di 10 milioni di Euro. Avuto riguardo, invece, alla copertura patrimoniale di cui al precedente punto (i) (b), questa è pari al 25% dei costi operativi fissi risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Ciascuna società di gestione del risparmio può istituire e/o gestire uno o più fondi comuni di investimento, aventi differenti politiche di gestione.

Le società di gestione del risparmio sono responsabili, nei confronti dei partecipanti ai fondi gestiti, dell'adempimento dei propri obblighi previsti dalla legge e dal regolamento. In particolare, l'art. 36, comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 stabilisce che la società di gestione assuma solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario¹⁵².

La qualificazione della responsabilità e dei compiti della SGR, nei confronti dei partecipanti ai fondi dalla stessa promossi e/o gestiti, si riflette nell'importanza di un assetto organizzativo e procedurale interno idoneo a consentire uno svolgimento ordinato e professionale dell'attività di gestione, nell'interesse dei partecipanti e, più in generale, del sistema finanziario. Da ciò, il crescente ruolo che, nella

152 Sulla qualificazione del rapporto e della responsabilità della SGR molto si è discusso in dottrina. Sia consentito, per le limitate finalità del presente lavoro, rinviare agli autori indicati nella precedente nota 117.

La SGR può affidare specifiche scelte di investimento a intermediari abilitati a prestare servizi di gestione di patrimoni, nel quadro di criteri di allocazione del risparmio definiti di tempo in tempo dal gestore. La SGR può, inoltre, delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti la prestazione del servizio, con modalità che evitino lo svuotamento della società stessa, ferma restando la sua responsabilità nei confronti dei partecipanti al fondo per l'operato dei soggetti delegati. In entrambi i casi, tuttavia, la responsabilità della SGR, quale gestore "primario" del fondo, non viene né eliminata né attenuata.

regolamentazione di settore e nella *soft law*, così come di fatto nelle valutazioni dei possibili investitori, è andato assumendo il profilo organizzativo, procedurale e di controllo interno¹⁵³.

Ai sensi dell'art. 40 del D.lgs. n. 58/1998, le Sgr devono (a) operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato¹⁵⁴; (b) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr; e (c) adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.

(segue) l'assetto organizzativo e procedurale interno

La Parte 2 del Regolamento della Banca d'Italia e della Consob adottato ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis*, del D.lgs. n. 58/1998 (c.d. “*Regolamento Congiunto*”) detta le regole in tema di sistema organizzativo degli intermediari, applicabili anche alle SGR¹⁵⁵. In particolare, l'art. 5 stabilisce i requisiti generali di organizzazione, la quale

153 Si può notare, al riguardo, anche una crescente attenzione delle Autorità di Vigilanza nella fase ispettiva: negli ultimi anni, infatti, molti dei procedimenti sanzionatori avviati dalla Banca d'Italia o dalla Consob sono stati motivati da vizi organizzativi o negli assetti procedurali e di controllo interno. Ultimo profilo di attenzione, in questo senso, risulta essere quello delle procedure antiriciclaggio e di contrasto al terrorismo.

154 Per gli effetti del recepimento in Italia della MiFID e per l'analisi dei conseguenti obblighi comportamentali posti, nell'ordinamento italiano, anche a carico delle società di gestione del risparmio sia in fase di commercializzazione che in fase di successiva gestione dei rapporti con i partecipanti ai fondi, si rinvia a F. Capriglione, *Intermediari Finanziari Investitori Mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008.

155 Anche al tempo della legge 77 del 1983 (primo intervento legislativo in materia di fondi comuni di investimento in Italia) era generalmente riconosciuto che solo l'organizzazione funzionale ed il progetto del gestore sono in grado di determinare la serietà dell'iniziativa sulle cui basi fondare un tentativo di valutazione del risultato. Cfr. A. Colavolpe, *Il capitale minimo delle sgr dedicate ai fondi mobiliari chiusi di “venture capital”*, in *Le Società*, 2002, fasc. 1, p. 94 e ss.; V. Lemma, *op.cit.*, p. 56; M. Miola, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2001, I, p. 299 e ss.

deve essere volta ad assicurare la sana e prudente gestione¹⁵⁶, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale.

La SGR deve adottare, applicare e mantenere: (a) solidi dispositivi di governo societario, ivi compresi processi decisionali e una struttura organizzativa che specifichino in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità; (b) un efficace sistema di gestione del rischio dell'impresa; (c) misure che assicurino che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità; (d) idonei meccanismi di controllo interno volti a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli dell'intermediario; (e) politiche e procedure volte ad assicurare che il personale sia provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite; (f) a tutti i livelli pertinenti, un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni; (g) sistemi e procedure diretti a conservare registrazioni adeguate e ordinate dei fatti di gestione dell'intermediario e della sua organizzazione interna; (h) criteri e procedure volti a garantire che l'affidamento di funzioni multiple ai soggetti rilevanti non impedisca e non sia tale da potere probabilmente impedire loro di svolgere in modo adeguato e professionale una qualsiasi di tali funzioni; (i) procedure e sistemi idonei a tutelare la sicurezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni, tenendo conto della natura delle informazioni medesime; (l) politiche, sistemi, risorse e procedure per la continuità e la regolarità dei servizi¹⁵⁷; (m) politiche e procedure contabili che consentano di fornire tempestivamente alle autorità di vigilanza documenti che presentino un quadro fedele della posizione

156 In dottrina si è arrivati ad intendere per sana gestione quella ispirata a criteri di economicità, idonea a conseguire e a mantenere l'equilibrio patrimoniale e finanziario tale da evitare situazioni di insolvenza. Al contempo, il termine prudente si riferisce ad una gestione volta a limitare i rischi entro margini accettabili, a fronte delle attività di investimento in concreto svolte e in base alla situazione patrimoniale del soggetto. Cfr. S. De Angeli e M. Oriani, *La sana e prudente gestione delle banche*, in *Bancaria*, 1995, fasc. 11, p. 70 e ss.; V. Lemma, *op.cit.*, p. 64.

157 Tali politiche dovranno essere volta a: (i) assicurare la capacità di operare su base continuativa; (ii) limitare le perdite in caso di gravi interruzioni dell'operatività; (iii) preservare i dati e le funzioni essenziali; (iv) garantire la continuità dei servizi in caso di interruzione dei sistemi e delle procedure. Qualora ciò non sia possibile, le medesime politiche dovranno permettere di recuperare i dati e le funzioni e di riprendere tempestivamente i servizi.

finanziaria ed economica e che siano conformi a tutti i principi e a tutte le norme anche contabili applicabili.

La responsabilità per l'adeguamento della SGR agli obblighi previsti dalle norme di legge e regolamentari in materia di servizi è posto, dall'art. 6 del Regolamento Congiunto, in capo all'alta dirigenza¹⁵⁸ ed all'organo con funzioni di controllo¹⁵⁹, secondo le competenze e le responsabilità previste dalle vigenti disposizioni di legge, dallo statuto della SGR nonché dagli artt. 7, 8, 9 e 10 del medesimo Regolamento Congiunto.

Il primo dei predetti articoli stabilisce, in via generale, i principi che devono informare il governo societario. In particolare, la SGR deve: (a) definire una ripartizione di compiti tra organi aziendali e all'interno degli stessi tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica; (b) adottare idonee cautele, statutarie e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall'eventuale compresenza nello stesso organo aziendale di due o più funzioni (strategica, di gestione, di controllo); (c) assicurare una composizione degli organi aziendali, per numero e professionalità, che consenta l'efficace assolvimento dei loro compiti¹⁶⁰.

158 Per alta dirigenza si intendono i componenti degli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione nonché il direttore generale.

159 Cioè il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione.

160 A tale riguardo, le scelte organizzative concretamente assunte dovranno tenere efficacemente conto dell'assetto proprietario della SGR. In particolare, infatti, in caso di SGR c.d. captive, riconducibili, cioè, ad un gruppo finanziario o industriale, la presenza di un numero sufficiente di amministratori indipendenti all'interno dell'organo di vertice viene considerato presidio necessario ad assicurare adeguata indipendenza ed autonomia delle scelte gestionali. A tali amministratori indipendenti, devono essere riconnessi poteri nell'esame e nell'approvazione delle operazioni che presentano profili di potenziale conflitto di interessi con il gruppo di appartenenza della SGR, al fine di evitare che questa possa perseguire, nella gestione del fondo, interessi diversi da quelli dei partecipanti allo stesso. Le principali associazioni di categoria italiane del risparmio gestito (Assogestioni ed AIFI) hanno da tempo adottato codici di autodisciplina che prevedono la presenza di tali amministratori indipendenti, definendo i requisiti per il riconoscimento dell'indipendenza e le prerogative minime di cui gli stessi devono essere dotati. Il rispetto di tali codici o, comunque, l'adozione di codici interni alla SGR costituisce un presidio organizzativo che le Autorità di Vigilanza considerano assolutamente necessario a completamento dell'assetto procedurale interno all'azienda.

Gli artt. da 8 a 10 del Regolamento Congiunto specificano, invece, i compiti, rispettivamente, dell'organo con funzione di supervisione strategica¹⁶¹, dell'organo con funzione di gestione¹⁶² e di quello con funzioni di controllo. Inoltre, gli organi aziendali, nell'espletamento delle proprie funzioni, si avvalgono delle relazioni relative alla gestione dei rischi, al controllo di conformità e alla revisione interna.

L'organo con funzione di supervisione strategica: (a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa; ne verifica periodicamente la corretta attuazione e coerenza con l'evoluzione dell'attività aziendale; (b) approva i processi relativi alla prestazione dei servizi e ne verifica periodicamente l'adeguatezza; (c) verifica che l'assetto delle funzioni aziendali di controllo sia definito in coerenza con il principio di proporzionalità e con gli indirizzi strategici e che le funzioni medesime siano fornite di risorse qualitativamente e quantitativamente adeguate; (d) approva e verifica periodicamente, con cadenza almeno annuale, la struttura organizzativa e l'attribuzione di compiti e responsabilità; (e) verifica che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo e tempestivo; e (f) assicura che la struttura retributiva e di incentivazione sia tale da non accrescere i rischi aziendali e sia coerente con le strategie di lungo periodo. Inoltre, nel caso delle SGR, l'organo di supervisione strategica: (g) determina le politiche di investimento degli OICR gestiti con particolare riguardo al profilo rischio-rendimento, verificandone periodicamente la corretta attuazione; (h) approva i processi di investimento degli OICR gestiti e ne verifica periodicamente l'adeguatezza; (i) definisce il sistema di gestione dei rischi a cui sono esposti i patrimoni gestiti; (j) approva i criteri per la scelta della banca depositaria e della società di revisione degli OICR gestiti.

161 Secondo l'art. 2, lett. *κ*, del Regolamento Congiunto, esso è l'organo aziendale a cui – ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria – sono attribuite funzioni di indirizzo della gestione dell'impresa, mediante, tra l'altro, esame e delibera in ordine ai piani industriali o finanziari ovvero alle operazioni strategiche.

162 Secondo l'art. 2, lett. *λ*, del Regolamento Congiunto, esso è l'organo aziendale a cui – ai sensi del codice civile o per disposizione statutaria – spettano o sono delegati compiti di gestione corrente, intesa come attuazione degli indirizzi deliberati nell'esercizio della funzione di supervisione strategica.

L'organo con funzione di gestione: (a) attua le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica; (b) verifica nel continuo l'adeguatezza del sistema di gestione del rischio dell'impresa; (c) definisce i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti; (d) definisce in modo chiaro i compiti e le responsabilità delle strutture e delle funzioni aziendali; (e) assicura che le politiche aziendali e le procedure siano tempestivamente comunicate a tutto il personale interessato.

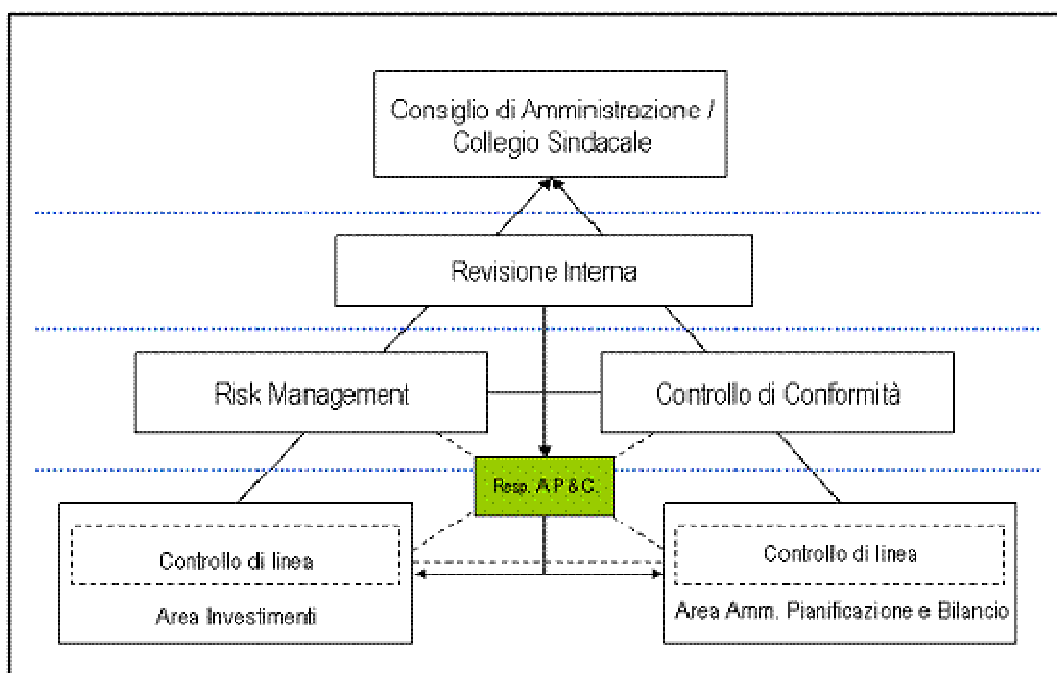
Infine, all'organo con funzioni di controllo devono essere attribuiti i compiti e i poteri necessari al pieno ed efficace assolvimento dell'obbligo di rilevare le irregolarità nella gestione e le violazioni delle norme disciplinanti la prestazione dei servizi. Nello svolgimento dei propri compiti l'organo con funzioni di controllo può avvalersi di tutte le unità operative aventi funzioni di controllo all'interno dell'azienda.

Il Capo III della Parte 2 del Regolamento Congiunto è dedicata alle funzioni di controllo che gli intermediari devono istituire al fine di conformarsi ai riferiti principi di governo societario. Dette funzioni di controllo sono distinte in tre categorie principali: controllo di conformità alle norme¹⁶³, di gestione del rischio¹⁶⁴ e di

163 In tema di controllo di conformità, l'art. 16 del Regolamento Congiunto prevede che gli intermediari adottino procedure adeguate al fine di prevenire e individuare le ipotesi di mancata osservanza degli obblighi posti dalle disposizioni di recepimento della direttiva 2004/39/CE e delle relative misure di esecuzione, minimizzare e gestire in modo adeguato le conseguenze che ne derivano, nonché consentire alle autorità di vigilanza di esercitare efficacemente i poteri loro conferiti dalla relativa normativa. A tal fine, la funzione di controllo di conformità dovrà assumere le seguenti responsabilità, garantendo un adeguato accesso alle informazioni pertinenti: (a) controllare e valutare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure adottate ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento Congiunto e delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze nell'adempimento degli obblighi da parte dell'intermediario, nonché delle procedure di cui al comma 1 dell'art. 16 del regolamento Congiunto; (b) fornire consulenza e assistenza ai soggetti rilevanti incaricati dei servizi ai fini dell'adempimento degli obblighi posti dalle disposizioni di recepimento della direttiva 2004/39/CE e delle relative misure di esecuzione.

164 In particolare, per quanto riguarda la funzione di gestione del rischio, l'art. 13 del Regolamento Congiunto prevede che: (a) collabori alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa; (b) presieda al funzionamento del sistema di gestione del rischio dell'impresa e ne verifichi il rispetto da parte dell'intermediario e dei soggetti rilevanti; e (c) verifichi l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio dell'impresa.

revisione interna¹⁶⁵. I flussi informativi *standard* fra le diverse aree di controllo sono rappresentati nella figura sotto:



In generale, per assicurare la correttezza e l'indipendenza delle funzioni aziendali di controllo è necessario che: (a) tali funzioni dispongano dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie per lo svolgimento dei loro compiti; (b) i responsabili non siano gerarchicamente subordinati ai responsabili delle funzioni sottoposte a controllo e siano nominati dall'organo con funzione di gestione, d'accordo con l'organo di supervisione strategica, sentito l'organo con funzioni di controllo; dovendo essere previsto che riferiscano direttamente agli organi aziendali; (c) i soggetti rilevanti che partecipano alle funzioni aziendali di controllo non partecipino anche alla prestazione dei servizi che essi sono chiamati a controllare; (d) le funzioni aziendali di controllo siano tra loro separate, sotto un profilo organizzativo; (e) il metodo per la determinazione della remunerazione dei soggetti rilevanti, che partecipano alle funzioni aziendali di controllo, non ne comprometta l'obiettività.

¹⁶⁵ La funzione di revisione interna, ex art. 14 del Regolamento Congiunto: (a) adotta, applica e mantiene un piano di *audit* per l'esame e la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi di controllo dell'intermediario; (b) formula raccomandazioni basate sui risultati dei lavori realizzati conformemente alla lettera (a) e ne verifica l'osservanza; e (c) presenta agli organi aziendali, almeno una volta all'anno, relazioni sulle questioni relative alla revisione interna.

A quanto sopra occorre aggiungere, tuttavia, che la nuova normativa, se da un lato ha enfatizzato il ruolo dell'organizzazione e delle procedure interne delle SGR, dall'altro ha anche introdotto un generale principio di proporzionalità, volto a contemperare gli obblighi organizzativi e di struttura alle effettive dimensioni della SGR e delle attività dalla stessa svolte. Così, risulta possibile non istituire talune funzioni aziendali, anche di controllo, a condizione che la SGR riesca comunque a garantire l'effettività e l'efficacia dei controlli.

(segue) il processo di investimento

La definizione di un processo di investimento e disinvestimento idoneo ad assicurare la tracciabilità delle operazioni interne e dei diversi momenti di analisi e valutazione delle operazioni, nonché il coinvolgimento di diversi livelli approvativi (c.d. principio “*dei quattro occhi*”) secondo una logica gerarchica, costituisce l'elemento forse principale dell'assetto organizzativo di una SGR.

Sulla struttura di questo processo, infatti, vengono poi incrociati e costruiti tutti gli altri processi gestionali dell'azienda, da quello inerente l'archiviazione a quello di conflitto di interessi, alla scelta di *outsourcers* e consulenti, al sistema delle deleghe¹⁶⁶.

In termini più concreti, il processo di investimento di una SGR è costituito dalla sequenza logica e temporale delle diverse fasi - nel corso delle quali intervengono i soggetti e/o gli organi di volta in volta individuati come competenti - che

¹⁶⁶ Di tale importanza, peraltro, sono ben consapevoli anche le Autorità di Vigilanza: se, infatti, la normativa di attuazione già prevede che la relazione sulla struttura organizzativa della SGR, presentata in fase di autorizzazione ed aggiornata con cadenza almeno annuale, contenga informazioni circa il processo di investimento e disinvestimento che l'intermediario intende adottare, nella prassi di settore tale processo deve in realtà essere definito *ex ante* ed allegato all'istanza, unitamente a quello di individuazione e gestione dei conflitti di interessi. In altri termini, sul piano delle concretezze, la Banca d'Italia e la Consob valutano specificamente l'adeguatezza di tale processo, l'efficacia dei presidi in materia di conflitti di interessi, la descrizione dei compiti attribuiti a ciascuna unità organizzativa, l'allocazione appunto dei poteri decisionali tra i vari organi, nonché le modalità di *reporting* e di archiviazione (ai fini della ricostruibilità del processo). Da ultimo, a tali valutazioni si è andata progressivamente aggiungendo anche l'analisi del coinvolgimento delle funzioni di controllo aziendale nell'assunzione delle scelte di investimento e disinvestimento, con riferimento ai controlli di *compliance* ed ai controlli dei rischi.

conducono alla definizione delle scelte d'investimento relative ai fondi gestiti dalla SGR stessa.

Nell'ambito del modello tradizionale di *governance*, i poteri decisionali, le competenze e le responsabilità in relazione ai vari momenti che precedono le scelte di investimento e disinvestimento vengono principalmente ripartiti tra il Consiglio di Amministrazione, l'Amministratore Delegato e l'Area Investimenti della SGR¹⁶⁷. Ulteriori funzioni aziendali sono poi coinvolte nel processo con compiti di supporto, analisi e controllo¹⁶⁸.

Infine, al processo di investimento e disinvestimento prendono parte anche degli ulteriori organi: si tratta dei comitati tecnici interni alla SGR – i c.d. Comitati di Investimento – e dei comitati dei partecipanti ai fondi, c.d. *Advisory Committee* o Comitati Consultivi. Le funzioni di tali comitati possono essere diversamente configurate nella pratica, in relazione alle esigenze concrete, fermi i limiti di legge e la necessità di assicurare che il processo di investimento e disinvestimento rispetti i

167 In particolare, il Consiglio di Amministrazione è l'organo responsabile dell'assunzione delle scelte strategiche di investimento e disinvestimento del Fondo, in quanto ad esso compete, in particolare, la definizione e l'approvazione periodica delle scelte di *asset allocation* strategica del Fondo (il c.d. “*documento programmatico del fondo*” entro cui confluiscono – a titolo semplificativo – il *business plan* pluriennale, le linee strategiche ed il mercato di riferimento per gli investimenti del Fondo), in linea con le previsioni contenute nel regolamento del fondo, nonché la deliberazione finale in merito alle opportunità di investimento e disinvestimento individuate dagli organi e dalle funzioni aziendali coinvolte.

L'Amministratore Delegato sovrintende all'intera istruttoria delle proposte da sottoporre al Consiglio di Amministrazione. All'Area Investimenti è, invece, affidato il coordinamento delle attività di investimento/disinvestimento relative alla gestione del fondo, sulla base delle linee guida strategiche fornite dal Consiglio di Amministrazione e con la supervisione dell'Amministratore Delegato. Al Responsabile Investimento, nell'ambito dei relativi poteri di supervisione sulla gestione del fondo, compete l'identificazione, esecuzione e gestione degli investimenti e dei disinvestimenti ed è responsabile, tra l'altro, del monitoraggio successivo degli investimenti in portafoglio al fondo.

168 L'area amministrazione, pianificazione e controllo ha usualmente il compito, durante il processo in discorso, di fornire supporto all'area investimenti nella pianificazione economica e finanziaria dei progetti di investimento, nel monitoraggio della performance degli investimenti realizzati e nella valutazione dei profili di rendimento del fondo. Il *risk manager* dovrà provvedere all'identificazione ed alla misurazione dei rischi connessi all'operazione di investimento e disinvestimento, in relazione sia al singolo *asset* oggetto della stessa che al fondo nel suo complesso, nonché all'aggiornamento delle precedenti valutazioni di rischio. Infine, la funzione di *compliance* dovrà supportare le funzioni aziendali nella valutazione degli aspetti di conformità alla normativa, relativi alle operazioni di investimento e disinvestimento.

criteri di adeguatezza, tracciabilità, autonomia e correttezza, nonché la ripartizione dei ruoli di cui si è detto sopra.

Per quanto attiene ai Comitati di Investimento, agli stessi può essere attribuito un ruolo di mero supporto “tecnico” al responsabile dell’area investimenti ed all’amministratore delegato della SGR o un ruolo più pregnante, di filtro rispetto alle opportunità di investimento preliminare alla sottoposizione delle stesse al Consiglio di Amministrazione della SGR. La scelta del ruolo da attribuire a tale comitato dipende molto, in buona sostanza, dalla struttura proprietaria e di controllo della SGR stessa. Per come detto, infatti, che il processo di investimento e disinvestimento costituisce il momento funzionale fondamentale dell’operatività della SGR, determinando l’impiego del patrimonio del fondo; conseguentemente, il controllo di questo comitato “tecnico” e l’attribuzione allo stesso del ruolo di filtro, consente ai soci della SGR, che siano anche partecipanti al fondo, di orientare e prevenire la realizzazione degli investimenti. A questo livello, pertanto, si concentra gran parte della *governance* della SGR, perché tale comitato, ove istituito, può rappresentare il vero “contrappeso” all’attività ed all’autonomia del *management* della SGR, non presentando al suo interno soggetti “indipendenti” rispetto al gruppo di controllo della SGR¹⁶⁹. Ciò, ovviamente, è tanto più vero quanto la struttura della SGR è composita e costituita da soggetti di estrazione (e con obiettivi) differenti¹⁷⁰.

Le regole di funzionamento del Comitato Investimenti, perciò, dovrebbero avere un rilievo importante nelle valutazioni preliminari di investimento del potenziale partecipante, perché l’equilibrio funzionale raggiungibile all’interno di tale comitato potrà influenzare notevolmente la dinamica di gestione del fondo.

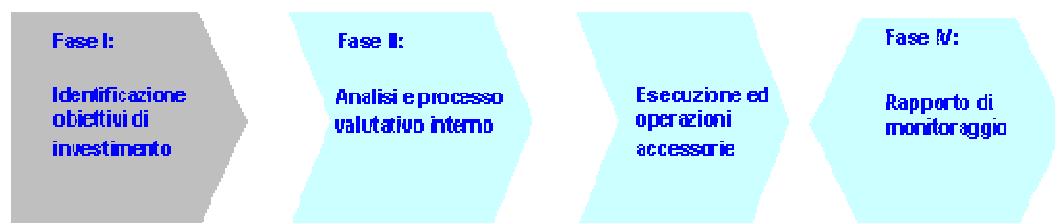
169 La presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione è considerata un presidio tendenzialmente necessario nel caso di SGR *captive* o *semi-captive*.

170 Si pensi, ad esempio, al caso in cui la proprietà della SGR sia ripartita fra numerosi soggetti di estrazione differente, fra cui banche attive nel settore di investimento della SGR e del fondo e soggetti istituzionali legati al territorio, nessuno dei quali abbia il controllo dell’iniziativa. A prescindere dalla composizione del Consiglio di Amministrazione, la presenza dei soli rappresentanti delle banche nel comitato di investimento, oltre a garantire un significativo apporto tecnico, potrebbe anche consentire di “filtrare” quelle eventuali proposte di investimento che dovessero rispondere ad esigenze politiche più che di mercato.

Avuto riguardo, invece, all'*Advisory Committee* (o Comitato Consultivo), questo costituisce una elaborazione della prassi di mercato, di diretta derivazione internazionale, volto a consentire ai partecipanti al fondo il mantenimento di prerogative di controllo sull'operato della SGR e di intervento nelle decisioni di maggiore rilievo per la vita del fondo, attraverso l'assunzione di un parere obbligatorio e vincolante, ovvero solo obbligatorio. Come si dirà meglio più avanti, i poteri di tale comitato dei partecipanti se, da un lato, trovano un limite nel principio di autonomia ed indipendenza della SGR, dall'altro costituiscono anche un efficace presidio di gestione dei potenziali conflitti di interessi (la cui valenza è riconosciuta anche dalle Autorità di Vigilanza) e, entro certi limiti, di moderazione della responsabilità di gestione della SGR¹⁷¹.

Sulla base di quanto sopra ed ovviamente in estrema sintesi, il processo di investimento e disinvestimento di una SGR può essere idealmente scomposto nelle fasi e nelle attività di cui sotto, con la precisazione che, nella pratica, ciascuna SGR configurerà poi il suddetto processo tenendo conto delle esigenze in fatto¹⁷².

I. Identificazione degli obiettivi di investimento



Lo *scouting* e, comunque, il primo vaglio delle opportunità di investimento avviene da parte dell'Area Investimenti, la quale seleziona eventuali proposte di investimento provenienti (a) sia dai soggetti esterni alla SGR, che (b) da qualsiasi altro soggetto riconducibile alla SGR o al gruppo di questa, compresi i soci della SGR o altre parti correlate. In tale contesto, viene usualmente sviluppata un'analisi preliminare del

171 In questo senso, taluni regolamenti prevedono una esclusione o limitazione della responsabilità della SGR, nei confronti dei partecipanti al fondo, qualora la stessa abbia conformato il proprio operato alle indicazioni, anche non vincolanti, rivenienti dagli organi di governance del fondo, espressione dei quotisti dello stesso.

172 Deve notarsi, comunque, un generale e progressivo allineamento dei processi di investimento delle SGR, almeno nell'articolazione delle macro-fasi riportate nel testo, per effetto della diffusione delle best practices e della moral suasion esercitata dalle Autorità di Vigilanza.

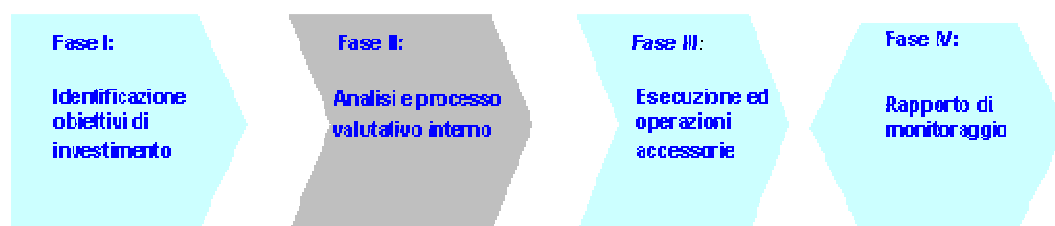
sub-mercato o del settore in cui si sviluppa l'opportunità di investimento, tenendo conto delle politiche di investimento del Fondo e del documento programmatico. Sono, inoltre, solitamente acquisite in questa fase informazioni preliminari in merito alle controparti dell'investimento, con riferimento ai profili reputazionali, di potenziale conflitto di interessi, di antiriciclaggio e di solidità finanziaria.

Viene, quindi, effettuata una prima analisi dell'opportunità di investimento, con la supervisione dell'Amministratore Delegato, sottoposta poi al Comitato Investimenti della SGR.

In caso di esito positivo, l'Area Investimenti predispone la documentazione relativa all'operazione ed il *package* informativo da richiedere alla controparte dell'investimento, unitamente alla richiesta di eventuali informazioni supplementari. Solitamente, vengono a questo punto conferiti gli eventuali incarichi ai consulenti tecnici.

Sempre in questa fase vengono individuati gli eventuali *partners* con cui il fondo co-investirà nell'operazione. Evidentemente, la natura di tali soggetti (se soci della SGR o partecipanti al fondo, ad esempio) potrà determinare l'attivazione o meno di ulteriori presidi per la gestione dei conflitti di interessi e la tutela del migliore interesse del fondo¹⁷³.

II. *Analisi e processo valutativo interno*



173 Il co-investimento può rappresentare, da un lato, un'opportunità per il fondo, garantendo accesso ad operazioni che, per ragioni dimensionali o per motivi di ordine diverso (quali, ad esempio, l'assenza delle competenze industriali necessarie), sarebbero altrimenti precluse al fondo medesimo. Dall'altro lato, però, il co-investimento potrebbe anche risolversi in una limitazione operativa, non consentendo al fondo di investire nell'operazione fino al punto massimo di convenienza.

In questa fase, viene di norma effettuata l'analisi tecnico/finanziaria dell'opportunità di investimento, attraverso la definizione della struttura finanziaria preliminare e la valutazione delle differenti opzioni finanziarie in base al profilo di rischio/rendimento dell'investimento e del fondo¹⁷⁴.

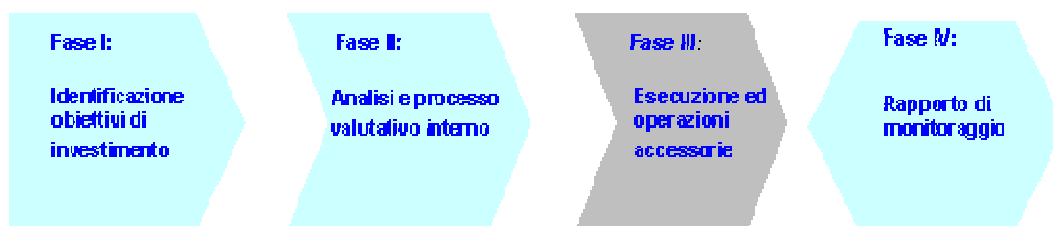
Successivamente, viene verificata la presenza di potenziali conflitti di interesse e – qualora necessario – vengono attivati i presidi previsti dall'apposita procedura aziendale (o, comunque, seguito l'*iter* rafforzato ivi indicato).

I risultati delle attività svolte fin qui vengono usualmente condensate in un documento, definito “fascicolo di investimento” o “*investment memorandum* preliminare”, realizzato dall'Area Investimenti e validato dall'Amministratore Delegato.

Ai fini dell'analisi dell'opportunità di investimento viene anche realizzata la *due diligence* tecnica, legale, finanziaria, fiscale dell'operazione che, a seconda dei casi, vede il coinvolgimento (i) di un consulente tecnico; (ii) del legale esterno per l'assistenza alla SGR e (iii) delle istituzioni finanziarie con le quali avviare la negoziazione dell'eventuale finanziamento dell'operazione. Terminate le attività sopra indicate ed effettuati i necessari adeguamenti del fascicolo dell'investimento, l'opportunità di investimento viene valutata sotto il profilo del rischio dell'operazione – in rapporto sia all'investimento singolo che al fondo nel suo complesso – e sotto l'aspetto della *compliance* rispetto alla normativa rilevante. Un c.d. *information memorandum* Definitivo, contenente la definizione della struttura finale dell'operazione, viene analizzato e, usualmente, inviato nuovamente al Comitato Investimenti per il parere di questo.

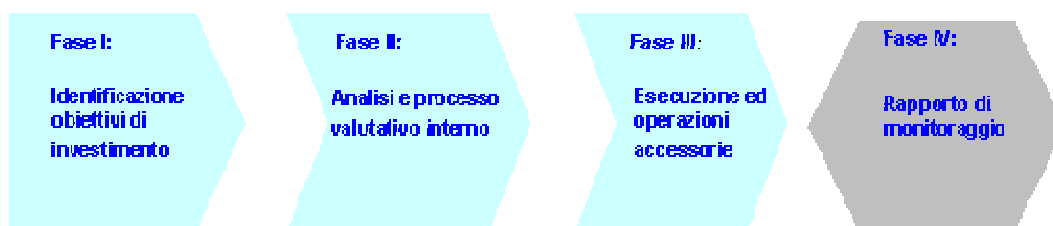
174 A mero titolo esemplificativo, vengono alle volte utilizzati i seguenti parametri: (i) tipologia dell'investimento; (ii) concentrazione dei rischi; (iii) durata dell'investimento; (iv) capacità di generare *cash flow* operativi stabili dai contratti in essere o futuri.

III. Esecuzione dell'investimento e operazioni accessorie



In questa fase normalmente si prevede un'ultima analisi complessiva dell'operazione da parte dell'Amministratore Delegato, il quale valuta l'operazione nel suo complesso. Lo stesso Amministratore Delegato, poi, sottopone l'operazione al Consiglio di Amministrazione, per la verifica del corretto sviluppo del processo (e dell'applicazione dei presidi di conflitto eventualmente necessari) e l'approvazione finale¹⁷⁵.

IV. Gestione degli investimenti



Dopo l'esecuzione dell'investimento, si ha una fase di monitoraggio continuo dello stesso, che prevede la predisposizione periodica di *report* che evidenziano l'andamento dell'operazione, gli eventuali scostamenti rispetto ai piani previsionali e l'evoluzione del profilo di rischio/rendimento.

¹⁷⁵ Se è certo che l'organo amministrativo non spettano necessariamente scelte di *asset allocation* di tipo tattico, né l'adozione di specifiche valutazioni di investimento (c.d. *asset allocation picking*), è comunque chiaro il ruolo attivo nella gestione richiesto in capo all'organo amministrativo, il quale non potrà più, come invece verificatosi in passato, limitarsi a una mera accettazione delle strategie di gestione proposte dai comitati interni, di gestione o di investimento. L'organo amministrativo dovrà dunque partecipare attivamente alla gestione della società, sebbene sia sempre ammessa la possibilità di delegare alcuni compiti all'amministratore delegato e/o a comitati interni (esecutivo, di gestione, ecc), fermo restando il dovere di questi di informare il Consiglio. Così V. Lemma, *op.cit.*, p.

(segue) i conflitti di interessi

Durante la vita e la gestione del fondo potrebbero sorgere dei potenziali conflitti di interesse fra questo e

- la SGR, i suoi soci, le società del gruppo cui questa appartiene ed i loro soci, le parti correlate della SGR o soggetti dalle stesse finanziati, i membri di organi aziendali (a) della SGR o (b) delle società del gruppo cui questa appartiene o (c) delle società facenti capo a detti membri o (d) di cui questi sono membri degli organi aziendali, i soggetti con cui la SGR intrattiene relazioni di affari significative, i soggetti coinvolti nel processo decisionale della SGR, nonché i suoi dipendenti ed i dirigenti, le società in cui un dipendente o dirigente della SGR abbiano un interesse proprio o un incarico rilevante;
- alcuni dei suoi partecipanti;
- altri clienti della SGR o altri fondi gestiti dalla medesima SGR¹⁷⁶.

Secondo la normativa vigente, i conflitti di interessi che potrebbero sorgere nell'attività di gestione devono essere (a) identificati e (b) gestiti tramite idonee misure organizzative¹⁷⁷ in modo da evitare che il patrimonio dei fondi sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio ai fondi gestiti e ai partecipanti agli stessi. Al tali fini, le SGR formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi in linea con il principio di

176 Secondo quanto previsto dal Regolamento Congiunto, nel considerare le situazioni di conflitto di interessi, le SGR e le SICAV valutano, almeno, se la società, un soggetto rilevante, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti: (a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a spese del fondo; (b) abbiano, nel risultato del servizio di gestione collettiva o dell'operazione disposta per conto del fondo, un interesse distinto da quello del fondo; (c) abbiano un'utilità finanziaria o di altra natura a privilegiare gli interessi di clienti o di altri fondi rispetto a quelli del fondo interessato; (d) ricevano o possano ricevere, da soggetti diversi dagli investitori, incentivi in connessione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sotto forma di denaro, beni o servizi, diversi e ulteriori rispetto ai compensi normalmente percepiti per il servizio.

177 Fra queste misure organizzative rientra anche, di norma, il parere dell'*Advisory Committee* del fondo interessato, nei limiti previsti dal regolamento del fondo, nonché – ove presenti – il parere degli amministratori indipendenti della SGR.

proporzionalità¹⁷⁸. Tale *policy* si aggiunge ed integra con i divieti e le cautele previste dalla normativa primaria e secondaria¹⁷⁹.

Quando le misure adottate non risultino sufficienti ad escludere il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio ai fondi gestiti e ai partecipanti agli stessi, gli organi aziendali competenti devono adottare le deliberazioni necessarie per assicurare comunque l'equo trattamento dei fondi e dei partecipanti agli stessi.

3.3.1. La banca depositaria e la società di revisione

Ai sensi dell'art. 36, comma 2 del D.lgs. 58/1998 “[l]a custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento è affidata a una banca depositaria”. Si tratta di una soluzione che conferma e, al contempo, rafforza il principio della separazione patrimoniale: non soltanto il patrimonio del fondo è autonomo, in quando così definito (e disciplinato) a livello normativo, ma esso viene materialmente sottratto alla detenzione da parte del gestore, per essere affidato ad un depositario terzo¹⁸⁰ ed indipendente. Il comma 4 del citato art. 36 precisa, al riguardo, che la banca depositaria nell'esercizio delle proprie funzioni agisce “*in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti*”.

Da notare, sul punto, che la disposizione sopra evidenziata non fa riferimento anche ai crediti o ai beni immobili e mobili del Fondo come oggetto di necessario affidamento alla banca depositaria. Per tali beni, tuttavia, la questione della custodia – o, meglio, quella del controllo della Banca Depositaria che attraverso tale custodia si esplica – viene risolta, da un lato, nel regolamento del fondo e, dall'altro, soprattutto nella convenzione che regola i rapporti della SGR con la Banca Depositaria¹⁸¹. Detta convenzione, normalmente redatta partendo dagli standards

¹⁷⁸ La procedura di gestione dei conflitti ha lo scopo di consentire l'emersione delle situazioni nelle quali i soggetti coinvolti nell'articolazione organizzativa, operativa e societaria della SGR dedicata alla prestazione dei servizi di investimento siano in conflitto di interessi rispetto ad una determinata operazione.

¹⁷⁹ Il riferimento è, tra l'altro, all'art. 12, comma 3 del D.M. n. 228/1999, di cui si è detto più sopra nel testo.

¹⁸⁰ Così F. Annunziata, *La disciplina del mercato*, cit., p. 189.

¹⁸¹ In questo stesso senso M. Sepe, *op.cit.*, p. 217.

diffusi dall'ABI, contiene anche una parte tecnica, relativa ai c.d. *SLA – Service Level Agreements*, nell'ambito della quale vengono disciplinati nel dettaglio i flussi informativi che devono intercorrere fra la SGR e la Banca Depositaria in relazione alla realizzazione di ogni operazione del Fondo che non coinvolga strumenti o disponibilità che rientrano nella custodia della banca stessa.

È piuttosto recente, al riguardo, l'inclusione di flussi informativi relativi anche alle attività ed alle deliberazioni delle società e dei veicoli controllati dal fondo, per assicurare che l'elusione del controllo della Banca Depositaria non si possa realizzare attraverso il compimento di azioni indirette.

Oltre alla funzione di deposito e custodia, alla banca depositaria sono assegnati altri compiti e funzioni che ne rafforzano il ruolo di garanzia e controllo indipendente sull'operato del gestore, nell'interesse dei partecipanti al fondo.

In particolare, ai sensi dell'art. 38 del D.lgs. n. 58/1998, la banca depositaria, nell'esercizio delle proprie funzioni:

- a) accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi del fondo;
- b) accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo (sulla base dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia e dettagliati dal Consiglio di Amministrazione della SGR) o, su incarico della SGR, provvede essa stessa a tale calcolo;
- c) accerta che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso;
- d) esegue le istruzioni della società di gestione del risparmio se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza.

Si tratta di funzioni assegnate a tale soggetto per le ragioni più varie – quali la separazione dell'attività gestionale del fondo da quella di custodia delle sue disponibilità, di maggiore affidabilità della banca rispetto alla SGR per lo svolgimento di attività quali la custodia di valori e titoli, *etc.* – rispondenti però tutte ai principi generali di sana e prudente gestione. È infatti indubbio che l'attribuzione

delle funzioni alla banca depositaria consente un rafforzamento delle funzioni di controllo e della vigilanza sul patrimonio del fondo.

Il ruolo di garanzia e controllo sopra evidenziato trova ulteriore riscontro negli ulteriori commi dell'art. 38 del D.lgs. n. 58/1998. Da un lato, infatti, la normativa attribuisce espressamente alla banca depositaria la responsabilità nei confronti della SGR e dei partecipanti al fondo in relazione ad ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi gravanti sulla banca medesima.

Dall'altro lato, invece, viene attribuito agli amministratori e i sindaci della banca depositaria il dovere di riferire senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione della SGR e nella gestione dei fondi comuni.

Il D.lgs. n. 58/1998 demanda alla competenza della Banca d'Italia, sentita la Consob, la determinazione delle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria. Senza entrare nel merito dei requisiti previsti dalla normativa secondaria e delle modalità della loro verifica, si riconoscono parametri di insediamento, patrimoniali, organizzativi e di indipendenza, che accentuano comunque il ruolo di garanzia normativamente assegnato alla banca depositaria.

La contabilità della SGR e quella del fondo sono soggette a revisione, ai sensi degli artt. 9, 155 e 156 del D.lgs. n. 58/1998¹⁸². La società incaricata della revisione contabile esprime un giudizio, ai sensi del richiamato art. 156, sul bilancio della SGR e sul rendiconto di gestione, sulle operazioni di liquidazione delle attività del medesimo e sul rendiconto finale di liquidazione del fondo.

¹⁸² L'art. 9 del D.lgs. n. 58/1998 prevede che la società incaricata della revisione contabile della società di gestione del risparmio provveda anche a rilasciare un giudizio sul rendiconto del fondo comune.

3.3.2. Le Autorità di Vigilanza

All'autonomia gestionale della SGR fa riscontro, come detto, una serie di previsioni normative che disciplinano i profili organizzativi e di responsabilità della stessa, nell'ottica della tutela dell'equilibrio economico e funzionale fra la richiamata autonomia gestionale e l'interesse dei partecipanti¹⁸³.

La considerazione della natura dinamica della materia in esame ha indotto il legislatore a preferire una legislazione per principi, attuata attraverso una corposa produzione normativa di livello secondario, in grado di mantenere un migliore livello di aderenza ed adeguamento alla realtà economica del fenomeno¹⁸⁴.

In tale contesto rileva la separazione dei poteri operata attraverso la remissione al ministro dell'Economia e delle Finanze della potestà¹⁸⁵ di determinare i criteri cui dovranno uniformarsi i soggetti coinvolti nella gestione collettiva del risparmio per salvaguardare la tutela degli investitori e la loro parità di trattamento¹⁸⁶.

Alla Banca d'Italia spetta, come visto, il compito di regolare il processo di autorizzazione dell'attività di gestione del risparmio e di approvazione del

183 Cfr. F. Capriglione, *La regolamentazione del mercato dei capitali, degli intermediari finanziari non bancari e del sistema borsistico*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, I, p. 83. L'A. rileva che il ruolo del legislatore è quello di definire un apparato legale che incentivi l'adozione di forme di gestione che perseguano il migliore sfruttamento economico del bene sottostante.

184 Si individua pertanto una realtà normativa che – nel recuperare i caratteri delle forme di vigilanza che contraddistinguono l'intervento pubblico sul mercato finanziario – garantisce la funzionalità ed efficienza tipiche di un sistema improntato alla sana e prudente gestione. Così V. Lemma, *op.cit.*, p. 64. Sulle finalità della vigilanza, cfr., tra gli altri, F. Capriglione, *Innovazione finanziaria ed evoluzione dell'ordinamento giuridico*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, fasc. 5, p. 405 e ss.; P. Ciocca, *Vigilanza: una o più istituzioni? (Intervento al convegno sul tema: "I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?"*, Bologna, 4 maggio 2001), in *Banca impresa società*, 2001, fasc. 3, p. 429 e ss.

185 Il regolamento delegato (cfr. art. 3, comma 1 del D.lgs. n. 58/1998), quale strumento di produzione normativa, si è rivelato più idoneo a dettare le regole "tecniche", evitando l'obsolescenza della norma e l'aderenza alle evoluzioni di mercato. Cfr. F. Capriglione, *Riforma bancaria e scenario economico. Spunti d'indagine*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1994, I, p. 137 e ss.

186 Rientrano in questa fattispecie i poteri relativi alla definizione della struttura dei fondi comuni di investimento e, in particolare, delle modalità di raccolta e gestione dei flussi di risparmio. Sempre al ministero dell'economia e delle finanze spetta la definizione degli obblighi inerenti le specificazioni relative all'oggetto dell'investimento, alle categorie di investitori cui è indirizzata l'offerta, alle modalità di partecipazione al fondo, alla sua durata minima e massima.

regolamento dei fondi comuni di investimento¹⁸⁷. Altri ambiti di operatività della Banca d'Italia sono la definizione dei regolamenti applicabili ai criteri di contenimento e frazionamento del rischio, ai limiti dell'attività di investimento dei fondi, ai metodi di valutazione degli *assets* del fondo e di calcolo del valore delle quote dello stesso, nonché i profili di stabilità delle SGR.

In questo contesto si innesta anche il ruolo consultivo affidato alla Consob¹⁸⁸, che ovviamente sarà tenuta ad esercitare detta mansione sulla base di un criterio che si richiama alla competenza per funzioni, da tempo indicato dal legislatore come tipico per il riparto dei poteri tra le amministrazioni di controllo del settore finanziario¹⁸⁹.

Al di là della vigilanza di tipo regolamentare, tuttavia, la Banca d'Italia e la Consob possono, come noto, esercitare anche una vigilanza di tipo informativo e una di tipo ispettivo; la prima prevede il potere di richiedere agli intermediari atti e informazioni secondo precise modalità, mentre la seconda di effettuare ispezioni presso gli intermediari stessi per ottenere ulteriore documentazione.

Proprio in queste forme ulteriori di vigilanza si attua, in concreto, l'attività di indirizzo e controllo sull'operatività delle SGR: la normativa regolamentare, anche di livello secondario, rimette comunque all'autonomia privata della SGR la definizione delle modalità organizzative più idonee e delle clausole regolamentari più efficaci al caso di specie. Proprio attraverso la vigilanza informativa e l'effettuazione delle ispezioni (e dei conseguenti procedimenti sanzionatori), allora, viene garantito che, in concreto, nell'assunzione delle singole scelte di gestione, la SGR rispetti l'equilibrio sostanziale degli interessi in gioco.

187 Tale processo è stato definito mediante il Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e successive modifiche ed integrazioni.

188 Alla Consob spetta un ambito di controllo più rilevante, ancorché non esclusivo, sulla trasparenza degli atti amministrativi e dei prospetti informativi destinati alla sollecitazione del pubblico risparmio. Spetta sempre alla Consob il potere di definire le regole in materia di comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori e in materia di obblighi informativi riguardo la prestazione dei servizi.

189 Cfr. V. Lemma, *op.cit.*, p. 65 che richiama F. Capriglione, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, *passim*.

3.4. Il regolamento del fondo; la ricerca dell'equilibrio di interessi della parte complessa

Ai sensi dell'art. 36, comma 3 del D.lgs. n. 58/1998, il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal regolamento del fondo. Tale regolamento, al fine di tutelare gli interessi dei partecipanti rispetto alla SGR e di assicurare la parità di trattamento tra gli stessi, è redatto nel rispetto dei criteri generali ed ha il contenuto minimo stabilito nell'art. 39 del D.lgs. n. 58/1998 e nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005.

Più in particolare, il regolamento deve anzitutto consentire all'investitore la piena e agevole comprensione delle caratteristiche del fondo e delle condizioni contrattuali (*principio di chiarezza*)¹⁹⁰, secondo un criterio di coerenza complessiva delle disposizioni e degli elementi caratterizzanti il fondo (scopo, oggetto e politica di investimento, natura degli investitori cui esso è rivolto, regime delle spese, ripartizione dei proventi e, in generale, tutte le modalità di funzionamento) (*principio di coerenza*). Inoltre, il regolamento deve contenere tutti gli elementi minimi richiesti dalla legge e dalle disposizioni amministrative in relazione al rapporto di partecipazione ed al funzionamento del fondo (*principio di completezza*).

È rimessa all'autonomia contrattuale delle SGR la facoltà di inserire nel regolamento ulteriori clausole, evitando di appesantire il testo del regolamento con la riproduzione di disposizioni di legge o amministrative, ovvero con la duplicazione di informazioni (*principio di sinteticità*); resta, poi, in ogni caso esclusa la possibilità di prevedere in altri documenti condizioni diverse o aggiuntive rispetto a quelle previste nel regolamento¹⁹¹.

190 A tal fine, esso va redatto in lingua italiana, in modo ordinato, chiaro e comprensibile; le singole clausole non devono dare adito ad ambiguità né frapporre ostacoli alla piena comprensione da parte dei partecipanti delle caratteristiche del prodotto finanziario e delle condizioni contrattuali. Contribuisce a rendere più leggibile il testo anche l'uso di idonei criteri grafico tipografici e di opportuni accorgimenti redazionali.

191 È questo il tema, molto rilevante nella prassi, delle c.d. *side letters*, spesso richieste agli intermediari nazionali dagli investitori esteri, al fine di stabilire specifici obblighi o doveri della SGR nei loro confronti. Tali accordi, alla luce del principio richiamato nel testo, devono ritenersi consentiti nei soli limiti in cui prevedano disposizioni o obblighi aggiuntivi rispetto a quanto disciplinato dal regolamento, senza comunque andare in conflitto con questo e senza

Quanto al contenuto concreto del regolamento di gestione, tenuto conto tanto delle disposizioni di vigilanza che della prassi rilevabile sul mercato nazionale, nel caso di un fondo comune di investimento chiuso, riservato ad investitori qualificati e specializzato nell'investimento in strumenti finanziari (e, nella specie, in investimenti infrastrutturali, attraverso la partecipazione alle società progetto) dovranno essere disciplinati, tra l'altro (e per quanto qui di interesse):

- (a) durata, scopo, oggetto e politica di investimento del fondo (vale a dire, il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo), definendo anche:
 - 1. i limiti agli investimenti che la SGR adotta nella gestione del fondo, in deroga a quelli previsti in via generale; e
 - 2. le modalità che la SGR intende adottare nella gestione delle partecipazioni, in termini di controllo ed intervento sull'andamento della partecipata, nonché di successivo smobilizzo dell'investimento;

Il regolamento indicherà anche (i) gli eventuali ulteriori limiti – in aggiunta ai limiti previsti dalle vigenti disposizioni – volti a contenere i rischi derivanti da rapporti di gruppo, di affari o dalla prestazione congiunta di servizi di gestione collettiva e individuale, nonché (ii) se il fondo può realizzare operazioni in conflitto di interessi;

- (b) le modalità ed i limiti di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione, versamento e rimborso delle quote;
- (c) le spese a carico del fondo, dei partecipanti e quelle a carico della società di gestione del risparmio;

determinare a carico della SGR obblighi che possano porsi in contrasto con la parità di trattamento dei quotisti.

Utile a tal fine può essere l'inserimento della clausola c.d. *MFN* – *most favourable nation*, che prevede l'adeguamento automatico, per l'investitore che abbia sottoscritto una *side letter*, al miglior trattamento eventualmente riconosciuto dalla SGR ad altro sottoscrittore per effetto di altra *side letter*, comunque nei limiti di compatibilità con il regolamento.

- (d) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio;
- (e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi anche in fase di liquidazione;
- (f) le modalità di informativa ai partecipanti circa il valore delle quote di partecipazione e dei documenti contabili del fondo;
- (g) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e le regole relative al *management* della SGR; e
- (h) la struttura di *governance* del fondo e, più in generale, le prerogative dei partecipanti allo stesso.

Se il regolamento del fondo è lo strumento cui è rimessa l'intera regolamentazione del rapporto intercorrente fra la SGR ed i partecipanti, allora non pare discutibile che al contenuto delle clausole di questo sia, in concreto, rimessa in modo sensibile, seppur non esclusivo (rilevando anche l'assetto organizzativo e la reputazione del gestore), la capacità del fondo di aggregare le risorse degli investitori e raggiungere gli obiettivi di patrimonializzazione. Tuttavia, un assetto eccessivamente sbilanciato verso gli investitori, che limitasse oltremodo le prerogative e l'autonomia della SGR, finirebbe paradossalmente per non costituire un efficace strumento di risposta alla domanda di gestione professionale degli stessi investitori¹⁹², pregiudicando l'apporto al fondo della professionalità del gestore ed il ruolo di "terzo" rispetto al patrimonio gestito; d'altra parte, nel caso opposto – come si è già detto più sopra – verrebbe meno l'effetto di mitigazione del *moral hazard* del gestore.

In definitiva, quindi, i regolamenti di tutti i fondi comuni di investimento si possono leggere come i documenti contrattuali in cui si concretizza l'assetto di interessi e

¹⁹² In tal caso, la struttura del fondo potrebbe, al più, risultare uno strumento di "amministrazione" in relazione ad iniziative specifiche, che abbiano già una pipeline di investimento definita ex ante. Potrebbe discutersi, in effetti, della sussistenza anche in tale caso del paradigma tipico della gestione collettiva.

l'equilibrio degli interessi e degli obiettivi degli specifici soggetti che sono coinvolti nell'operazione di investimento, quali gestori o quali investitori.

Al crescere dell'esperienza e della competenza di tali soggetti, così come del taglio degli impegni di sottoscrizione, o ancora all'aumentare della complessità degli obiettivi di investimento e del mercato rilevante, crescono anche le aspettative e le esigenze dei potenziali investitori; emergono, inoltre, gli specifici motivi di investimento che affiancano (o addirittura superano) l'interesse comune alla massimizzazione del risultato di investimento.

Nei paragrafi che seguono, senza alcuna pretesa di esaustività o completezza, vengono analizzati, in relazione alle clausole di cui sopra, dei possibili punti di equilibrio fra le istanze di cui sopra.

3.4.1. La politica di investimento

Scopo “minimo” di ciascun fondo è, sostanzialmente, l'incremento di valore del patrimonio del fondo medesimo nel medio-lungo termine, tramite la remunerazione corrente del capitale investito e, principalmente, attraverso la realizzazione di plusvalenze connesse alla dismissione degli investimenti effettuati. Conseguentemente, i rischi generali connessi all'investimento nelle quote dei fondi sono riconducibili alle possibili variazioni del valore delle stesse¹⁹³. Tali variazioni risentono principalmente dell'andamento delle iniziative e/o delle società nelle quali è investito il patrimonio del fondo.

L'oggetto e la politica di investimento del fondo riguardano, invece, gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività che, direttamente o indirettamente (anche per il tramite di società controllate o partecipate) sono oggetto di investimento¹⁹⁴.

¹⁹³ Il rischio dei titolari delle quote è, in ogni caso, limitato all'importo sottoscritto da ciascuno di essi.

¹⁹⁴ La normativa della Banca d'Italia richiede che la SGR indichi nel regolamento almeno le aree geografiche/mercati, le categorie di emittenti, i settori merceologici, le tipologie di imprese e la valuta di denominazione degli strumenti finanziari o dei beni; la composizione del portafoglio in termini di pesi massimi delle singole componenti (titoli rappresentativi del capitale di rischio, di debito, depositi bancari, etc.); se e con quale finalità il fondo intende operare in

In questo senso, i regolamenti indicano anzitutto il mercato o l'area di investimento prevalente, accedendo così a maggiore o minore specializzazione geografica; viene poi specificata l'eventuale limitazione dimensionale degli obiettivi di investimento e, quindi, il taglio locale, nazionale o internazionale delle opportunità di investimento considerate.

In questo ambito è piuttosto usuale che i regolamenti precisino dei criteri rilevanti in fase di selezione, con riferimento ad esempio alla qualità del *management* delle società *target*, piuttosto che alla capacità di generazione dei flussi di cassa.

Ancora, con riferimento agli investimenti infrastrutturali, viene specificato il settore primario o secondario di intervento. Per il mercato primario, il regolamento evidenzia la focalizzazione sulle iniziative *greenfield* o *brownfield*¹⁹⁵. In questo senso, il regolamento dovrà anche chiarire, se gli investimenti sono effettuabili solo in infrastrutture o anche in società che hanno *assets* infrastrutturali e, in questo caso, le modalità per identificare e delimitare tali società (es. investimenti effettuati o programmi di investimento delle risorse principalmente in infrastrutture), nonché per verificarne l'effettiva collocazione geografica (es. localizzazione dei ricavi, mercato di sbocco).

Per il mercato secondario, invece, viene sottolineata la possibilità di accesso a strumenti finanziari quotati (eventualmente per sfruttare l'opportunità di valorizzazione anche tramite operazioni di *delisting*), o la limitazione ai soli titoli non quotati, nonché la possibilità di investimento in strumenti diversi dalle quote o dalle azioni, con particolare riguardo, ad esempio, a strumenti finanziari partecipativi,

strumenti finanziari derivati nonché l'incidenza di tali strumenti sui rischi del fondo, tenendo anche conto degli impegni impliciti nella componente derivativa dei titoli strutturati; lo stile di gestione e le tecniche di investimento (es.: metodi di tipo quantitativo, analisi fondamentale); ogni altro fattore rilevante nella definizione degli investimenti (es.: *duration*); gli eventuali vincoli di selezione degli investimenti sulla base di criteri etici o di finanza sostenibile. Inoltre, il regolamento deve indicare se la SGR può assumere, in relazione a specifiche situazioni congiunturali, scelte, anche diverse da quelle ordinariamente previste, volte a tutelare l'interesse dei partecipanti.

195 Tra i due tipi di investimenti esistono le stesse differenze che si riscontrano tra private equity e venture capital, nei profili di rischio tecnologico, nella prevedibilità dei flussi di cassa, nei tempi di realizzo; "*greenfield*" indica, a grandi linee, le iniziative che abbiano una quota prevalente di attività in fase di sviluppo o di costruzione, come tali non ancora generanti flussi di cassa.

strumenti di debito, anche subordinato, strumenti di debito *equity linked*, quote di altri OICR o fondi di investimento, italiani o esteri, opzioni su titoli, titoli convertibili, *equity swap*, e altri derivati¹⁹⁶, nonché crediti e titoli rappresentativi di crediti.

Possono essere previste, poi, esclusioni o “clausole etiche”, per impedire l’investimento in settori quali (a) commercio o produzione di armi da fuoco, armamenti e forniture di tipo militare; (b) tabacco e liquori; (c) gioco d’azzardo o prodotti ad esso connessi; (d) pornografia e materiale correlato; (e) esplorazione e trivellazione petrolifera; (f) organismi geneticamente modificati; e (g) clonazione umana¹⁹⁷.

Obiettivo comune, in ogni caso, è la creazione di un portafoglio diversificato, vuoi fra la gestione e lo sviluppo di infrastrutture esistenti e la creazione di nuove infrastrutture (anche mediante il ricorso a schemi di partenariato pubblico-privato), vuoi fra i diversi strumenti finanziari delle società partecipate, per parcellizzare il rischio di investimento¹⁹⁸ e massimizzare il rendimento ottenibile.

A tal fine, il regolamento specifica anche se la SGR si propone di contribuire alla gestione delle società facenti parte del patrimonio del Fondo¹⁹⁹ o, piuttosto, intende adottare una gestione speculativa.

Fa sostanzialmente eccezione alla logica di massimizzazione del rendimento la liquidità che il fondo può detenere, ove previsto dal regolamento, per esigenze di tesoreria e sfasamenti temporali nell’impiego delle risorse. Tale liquidità, usualmente, viene investita in strumenti finanziari a breve termine, di rapida e sicura liquidabilità, ma può essere concessa alla SGR la facoltà di investire liberamente tali somme,

196 Usualmente, l’investimento in strumenti finanziari derivati è ammesso esclusivamente (i) con finalità di copertura, o (ii) per l’acquisto di partecipazioni, restando in tal caso esclusa la possibilità di definizione per differenziale (c.d. *cash settlement*).

197 Tali clausole, in realtà, rispondono principalmente alle limitazioni di investimento di alcuni grandi investitori internazionali, come quelli arabi o le fondazioni con scopi sociali.

198 Il regolamento indicherà, a tal fine, se la SGR potrà utilizzare, nel rispetto delle disposizioni vigenti, strumenti di copertura del rischio (anche di tasso e/o di cambio) e altre tecniche di riduzione dei rischi.

199 Questo potrebbe significare pieno controllo, nel caso di acquisizione dell’intero capitale o di quote di maggioranza di una società, o diversi livelli di influenza in caso di investimenti di minoranza tramite, ad esempio, adeguati meccanismi di governance, rappresentanza nei consigli di amministrazione, partecipazione a patti di sindacato e patti parasociali.

anche in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio altrimenti stabilite dalla Banca d'Italia per i fondi mobiliari di tipo non riservato, nell'interesse del fondo.

Rientra, al contrario, pienamente nella finalità di massimizzazione della redditività del fondo la previsione della possibilità per il fondo di partecipare, ferme le riserve di attività, ad operazioni di finanziamento di carattere accessorio, funzionale o strumentale, a quelle di investimento ordinariamente svolte (ad esempio con riferimento alla concessione di finanziamenti soci o alle operazioni di *bridge financing*), esclusivamente a favore di società i cui strumenti finanziari formino o formeranno oggetto di investimento da parte del fondo, ai fini dell'acquisto o della detenzione delle relative partecipazioni e interessenze.

Alla stessa finalità risponde anche la possibilità, eventualmente riconosciuta alla SGR dal regolamento, nell'ambito e per finalità connesse all'investimento e alla valorizzazione del patrimonio del fondo, di concedere garanzie di qualsiasi genere sui beni del fondo stesso²⁰⁰.

Ancora, è evidentemente per migliorare la gestione finanziaria ed evitare possibili responsabilità del fondo per effetto dei contratti stipulati, che il regolamento concede alla SGR il potere di far assumere al fondo prestiti per fronteggiare gli sfasamenti temporali: (a) nella gestione della tesoreria; e (b) legati alla riscossione degli ammontari richiamati al fine di effettuare gli investimenti, definendo anche i relativi limiti di durata e importo.

Con riferimento ai limiti di investimento, il regolamento del fondo stabilisce usualmente che nella gestione dello stesso la SGR potrà derogare ai limiti agli investimenti previsti dalle disposizioni di vigilanza per i fondi chiusi non riservati,

200 Sul punto, peraltro, spesso i regolamenti dei fondi prevedono delle limitazioni volte a preservare la parcellazione del rischio e, quindi, ad evitare di fatto l'investimento in operazioni *with recourse*. In tali ipotesi viene preclusa alla SGR la possibilità di concedere in garanzia strumenti finanziari di una società nel portafoglio del fondo o altri *assets* specifici dello stesso al fine di garantire finanziamenti od obbligazioni assunte in relazione a investimenti in altre società in portafoglio o iniziative di investimento. In tale contesto, la SGR, per conto del fondo, potrà concedere garanzie sulle azioni, quote e/o strumenti finanziari partecipativi delle società interessate dall'assunzione del finanziamento, ma non altri beni specifici del fondo, ottenendo così l'effetto di separare i singoli investimenti ed evitare che i rischi di uno si trasolino sugli altri.

applicando questi ultimi solo in assenza di espresse previsioni. Vengono perciò stabiliti limiti specifici alla politica di investimento, così da definire in modo più puntuale il rischio concreto di investimento e l'oggetto dell'investimento stesso²⁰¹. Al fine di dotare il fondo di adeguata flessibilità gestionale, comunque, viene spesso prevista la possibilità di derogare ai limiti “di base” indicati nel regolamento con il consenso dell'*Advisory Committee* o di determinate percentuali di partecipanti, entro soglie massime comunque predeterminate.

Con riferimento ai profili di conflitto di interessi, il regolamento – fermo che il fondo non potrà essere investito in strumenti finanziari direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, né beni di proprietà del Fondo potranno essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti – dovrà specificare se il fondo potrà negoziare beni e compiere operazioni con altri OICR gestiti dalla SGR, nonché con altri OICR o veicoli di investimento collettivo del risparmio, italiani o esteri, gestiti da altre società del gruppo della SGR o da soci della SGR o da società o soggetti del gruppo di questi, o veicoli dagli stessi partecipati; tali operazioni, comunque, saranno subordinate ai limiti ed alle cautele della normativa di settore e delle procedure interne della SGR e potrà essere previsto, nel regolamento il preventivo parere vincolante dell'*Advisory Committee*.

Il regolamento del fondo potrà, inoltre, definire gli altri presidi e criteri applicabili per le operazioni in conflitto di interessi, nonché subordinare al preventivo parere dell'*Advisory Committee* anche la possibilità per il fondo di compiere altre operazioni in conflitto di interessi, fra cui in particolare:

- l'assunzione di finanziamenti da soci della SGR o da società o soggetti del gruppo di questi;

²⁰¹ In via di prassi, le previsioni più frequenti riguardano il limite di concentrazione individuale e complessivo negli strumenti finanziari emessi da un singolo emittente o da un gruppo; il limite di investimento in strumenti finanziari quotati (principalmente al fine di evitare il raggiungimento delle soglie che determinano l'obbligo di effettuazione di offerte pubbliche di acquisto, salvo che ai fini di realizzare il *delisting* del titolo o il caso di quotazione successiva all'assunzione della partecipazione da parte del fondo, come modalità di *exit* dall'investimento); il limite per l'assunzione o la concessione di finanziamenti e garanzie; e quello per la realizzazione di operazioni in conflitto di interessi.

- la conclusione di contratti di servizio, consulenza e collaborazione con soci della SGR o società o soggetti del gruppo di questi;
- la negoziazione di beni e la realizzazione di operazioni con altri OICR gestiti dalla SGR, nonché con altri OICR o veicoli di investimento collettivo del risparmio, italiani o esteri, gestiti da altre società del gruppo della SGR o da soci della SGR o da società o soggetti del gruppo di questi, o veicoli dagli stessi partecipati, secondo criteri di conformità alle politiche di gestione del Fondo.

Strettamente connessa al tema dei conflitti di interessi, seppure solo parzialmente coincidente con questo, è la facoltà, eventualmente riconosciuta alla SGR dal regolamento del fondo, di effettuare operazioni in co-investimento. In questo senso, infatti, nell'individuazione del concreto equilibrio di interessi deve tenersi conto, da un lato, dell'interesse di alcune categorie di partecipanti ad accedere a tali opportunità di co-investimento e, dall'altro, di quello generale del fondo alla massimizzazione delle opportunità di investimento cui prende parte.

Al riguardo, la prassi sembra orientata nel senso di riconoscere alla SGR, nell'interesse e per conto del Fondo, il potere discrezionale di stipulare, con riferimento a porzioni di investimento che il Fondo non intenda o non possa effettuare direttamente, accordi di co-investimento - con accordi di programma o in relazione alle singole operazioni - con partner strategici (che quindi possano porsi come promotori di operazioni in co-investimento, sottoponendo l'opportunità al fondo, o comunque avere caratteristiche tali da facilitare il buon esito delle operazioni), anche esteri, ivi inclusi i partecipanti o particolari categorie di questi (quali, tipicamente, gli *sponsors* del fondo, i maggiori investitori terzi, etc.), anche stabilendo criteri di preferenza e ripartizione delle opportunità fra i soggetti potenzialmente interessati.

In altre occasioni, sulla scia delle esperienze internazionali, può anche essere previsto un diritto-obbligo di co-investimento degli *sponsors* o di società costituite dal management della SGR, al fine di assicurare agli altri partecipanti al fondo la piena convergenza di interessi.

3.4.2. Le modalità di partecipazione al fondo

(segue) la sottoscrizione delle quote ed il richiamo dei versamenti

La sottoscrizione delle quote del fondo avviene mediante la compilazione e sottoscrizione del modulo di sottoscrizione che contiene, fra l'altro, le generalità del sottoscrittore, la dichiarazione dello stesso circa il proprio *status* soggettivo, l'importo che intende sottoscrivere e l'impegno irrevocabile a versare denaro per un valore corrispondente alle quote di cui si chiede la sottoscrizione, a richiesta della SGR. La SGR può riservarsi il diritto di non accettare la domanda di sottoscrizione ricevuta, nell'interesse del fondo²⁰².

Il regolamento stabilisce se la SGR (i) ha facoltà di avviare la propria attività prima della scadenza del termine ultimo di sottoscrizione, al raggiungimento di un ammontare minimo di sottoscrizioni (c.d. Primo Closing) e (ii) può continuare la raccolta di ulteriori sottoscrizioni dopo il primo *closing*.

Ciascun titolare delle quote è tenuto al versamento di un importo pari alla somma del valore nominale delle quote da esso sottoscritte e allo stesso assegnate (in caso di riparto per richieste eccedenti l'offerta). Come detto, il regolamento di un fondo riservato ad investitori qualificati può prevedere che i versamenti degli impegni sottoscritti siano effettuati in una o più soluzioni, dietro richiesta della SGR (da effettuarsi con le modalità previste nel regolamento), in base alle esigenze finanziarie collegate alla gestione del Fondo, *pari passu* con gli altri titolari delle quote del Fondo ed in proporzione al valore di ciascuna quota. Il regolamento del fondo indica anche se la SGR è tenuta a specificare, nelle richieste di versamento, l'utilizzo cui le stesse sono destinate e, soprattutto, il termine ultimo entro cui possono essere effettuate

²⁰² Tale interesse sussiste, tra l'altro, quando (i) a seguito di detta sottoscrizione il fondo possa perdere le esenzioni e i benefici che ne caratterizzano l'attività in alcune giurisdizioni, essere richiesto di autorizzazioni o registrazioni ai sensi delle disposizioni ivi applicabili o accedere a regimi fiscali, regolamentari e di attività, di minor favore rispetto a quelli in essere al momento della richiesta di sottoscrizione; e (ii) il potenziale sottoscrittore non sia ragionevolmente in grado di adempiere gli obblighi di versamento a valere sulle quote sottoscritte. In ogni caso, la SGR rifiuta la domanda di sottoscrizione di un potenziale sottoscrittore che non sia un investitore qualificato.

richieste di versamento, nonché le eventuali deroghe che consentono alla SGR, successivamente a tale ultima data, di richiamare ulteriori versamenti (sempre nei limiti degli importi sottoscritti e non ancora versati dai partecipanti).

Solitamente, tali richieste ulteriori sono possibili esclusivamente per (i) ulteriori investimenti in strumenti finanziari che il Fondo detiene in portafoglio al momento della richiesta; (ii) effettuare gli investimenti specificatamente deliberati dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione durante il Periodo di Richiamo e non ancora effettuati o completati; (iii) il pagamento di spese ed oneri del Fondo. I regolamenti, al riguardo, definiscono usualmente anche limiti temporali e di importo (espressi in percentuale dell'ammontare non ancora richiamato) finalizzati a contenere la facoltà concessa alla SGR di effettuare ulteriori richiami, nell'interesse dei partecipanti.

Nella stessa logica di contenimento dell'esposizione dei partecipanti si pongono altre previsioni che trovano spazio all'interno dei regolamenti e che sono volte a disciplinare la possibilità per la SGR di considerare “*revolving*” gli impegni di sottoscrizione dei partecipanti. In altri termini, tali disposizioni chiariscono che, in linea generale e salve specifiche eccezioni, gli importi rimborsati dalla SGR ai titolari delle quote, entro il periodo di richiamo (ed ovviamente a maggior ragione dopo la scadenza di questo), non possono essere oggetto di nuove richieste di versamento²⁰³.

Per le sottoscrizioni che avvengono successivamente al primo closing o alla prima richiesta di versamento, sono previste nei regolamenti di gestione clausole di perequazione, per evitare che i nuovi partecipanti possano diluire i sottoscrittori precedenti o, comunque, avvantaggiarsi di un investimento effettuato con maggiore grado di certezza (perché potrebbero essere già state effettuate operazioni da parte del fondo, ad esempio). Così, si prevede che ciascun nuovo sottoscrittore sia tenuto

203 Fanno, per prassi, eccezione alla regola generale di non richiamabilità, ad esempio, gli importi rimborsati ai partecipanti, entro il periodo di richiamo, ad esito di richiami finalizzati ad effettuare operazioni di *bridge financing* o di finanziamento soci, o quelli rimborsati per disinvestimenti effettuati entro un termine breve rispetto al momento di investimento delle medesime somme, o ancora quelli distribuiti ai partecipanti nell'ambito delle clausole di perequazione con gli investitori che hanno sottoscritto le quote del fondo successivamente al *primo closing*.

a versare, in proporzione alle quote sottoscritte: (i) la propria quota proporzionale della commissione di gestione, per il periodo compreso tra il primo closing e la data di pagamento della commissione di gestione immediatamente successiva alla data di sottoscrizione delle quote da parte del nuovo partecipante; (ii) una somma, indicata dalla SGR, pari a una percentuale dell'ammontare sottoscritto dal nuovo partecipante; (iii) quota parte (calcolata proporzionalmente) dell'eventuale commissione una tantum percepita dalla SGR; e (iv) una somma pari agli interessi maturati sulle somme versate alla data dagli altri investitori del fondo (che hanno originariamente sottoscritto le quote dello stesso), ad un tasso definito nel regolamento. L'importo sub (i) spetta poi alla SGR, mentre gli altri ammontari spettano ai partecipanti "originari" e possono essere usati in compensazione dalla SGR rispetto ai richiami da effettuare agli stessi, ove previsto.

(segue) l'inadempimento del partecipante

Alla possibilità di effettuare i richiami dei versamenti in una o più soluzioni consegue anche l'eventualità che uno o più dei sottoscrittori, per le mutate condizioni economico-finanziarie o per altre ragioni, possano non essere in grado di adempiere agli obblighi di pagamento assunti in fase di sottoscrizione. Tale ipotesi, evidentemente, costituisce un pregiudizio significativo per il fondo, sia in termini reputazionali che per la possibilità che da tale inadempimento derivi a cascata un inadempimento del fondo alle obbligazioni da questo assunte nell'ambito delle operazioni di investimento realizzate. Si consideri, infatti, che i richiami dei versamenti vengono effettuati in concomitanza con le esigenze di investimento o di cassa del fondo e, quindi, in prossimità delle date in cui questo deve effettuare pagamenti²⁰⁴.

204 Al fine di evitare tale inadempimento del fondo, la SGR procederà, di fatto, ad un nuovo richiamo dei versamenti dovuti dai partecipanti, in modo da coprire il fabbisogno finanziario. L'impegno di sottoscrizione assunto nei confronti del fondo da ciascun partecipante, infatti, non è qualificato per singola operazione o voce di costo, di modo che i versamenti sono genericamente dovuti, fino al massimo dell'importo sottoscritto, a semplice richiesta della SGR.

In tali ipotesi, nell'interesse del fondo, il regolamento riconosce alla SGR la facoltà di chiedere il recupero sia giudiziale che extragiudiziale dei versamenti dovuti e non corrisposti, lasciando un certo grado di discrezionalità operativa, finalizzata principalmente a consentire la soluzione bonaria delle vicende in questione. La procedura ordinariamente prevista in tali casi dai regolamenti dei fondi prevede, dopo la scadenza del termine per il pagamento, l'invio di un apposito avviso di inadempimento (equivalente ad una diffida ad adempiere) e la concessione di un termine per sanare la posizione debitoria. Decorso inutilmente tale periodo, il partecipante viene dichiarato inadempiente²⁰⁵; a tale *status* conseguono effetti variamente configurati nella prassi, ma generalmente tali da comportare una progressione di effetti e "sanzioni" che portano all'esclusione del partecipante dal fondo ed al ripristino della situazione di normalità.

Più in particolare, il partecipante inadempiente viene, anzitutto, escluso (i) dal diritto di prestare il proprio consenso o di esprimere il proprio voto nell'Assemblea dei Partecipanti, ove previsto e tranne quanto diversamente stabilito dalla legge italiana di volta in volta vigente, e le sue quote non saranno considerate nel calcolo dei relativi quorum; (ii) dal diritto di nominare o concorrere alla nomina dei membri dell'*Advisory Committee*, con eventuale decadenza dei membri in carica da lui designati; e (iii) dal diritto di effettuare ulteriori versamenti nel fondo.

Inoltre, anche al fine di evitare che il partecipante inadempiente possa avvantaggiarsi delle successive prese di valore degli investimenti del fondo, le quote dello stesso vengono annullate (in tutto o solo relativamente a quelle non interamente liberate), con riduzione proporzionale dell'ammontare del fondo; i versamenti effettuati dal partecipante inadempiente in relazione alle quote annullate vengono trattenuti (in tutto o in parte²⁰⁶) dal fondo a titolo di penale, peraltro senza pregiudizio del diritto

²⁰⁵ Usualmente, i regolamenti riconoscono alle SGR la facoltà di non dichiarare un titolare delle quote come inadempiente e di concedere allo stesso ulteriori possibilità di rimedio o un lasso di tempo per procedere alla vendita delle quote detenute, prevedendo il pagamento delle somme dovute. A fronte della discrezionalità lasciata alla SGR, però, viene anche previsto l'obbligo della stessa di informare tutti gli altri partecipanti (che dell'inadempimento scontano le conseguenze principali) di ogni avviso di inadempimento da essa inviato.

²⁰⁶ L'eventuale porzione dei versamenti effettuati da restituire al partecipante inadempiente viene liquidata allo stesso unitamente ai pagamenti effettuati agli altri partecipanti e nei limiti di

ad ogni ulteriore risarcimento relativo al maggior danno eventualmente sofferto e con la previsione di interessi di mora a carico del partecipante stesso.

(segue) la cessione delle quote

Quando il fondo ha forma chiusa, come nel caso di specie, il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai titolari delle stesse solo alla scadenza della durata del fondo. Non essendo possibile la quotazione dei certificati (trattandosi di fondi riservati a determinate categorie di investitori e, quindi, non liberamente circolabili), le prospettive di liquidità del fondo, prima della sua liquidazione, sono collegate principalmente alla possibilità che la SGR proceda a rimborsi parziali delle quote e alla cessione a terzi delle quote stesse.

Nei fondi riservati, tuttavia, la specifica individualità del quotista assume rilevanza sia per il rispetto del dato normativo che impone la presenza e la partecipazione al fondo di soli investitori qualificati, sia anche per la peculiare possibilità di procedere a richiami frazionati dei versamenti sottoscritti dai partecipanti: consentire l'acquisto delle quote da parte di un soggetto economicamente non solido (e, dunque, incapace di adempiere agli obblighi di versamento²⁰⁷), infatti, potrebbe pregiudicare l'equilibrio economico-finanziario del fondo.

Ancora, i fondi della specie sono usualmente veicoli che ricevono, nelle diverse giurisdizioni interessate, trattamenti di eccezione, giustificati dal limitato numero di soggetti che vi partecipano, dalle caratteristiche degli stessi, etc. Consentire, quindi, l'ingresso nel fondo a soggetti che possano potenzialmente alterare tali regimi di

questi, al fine di evitare, da un lato, che la necessità di corrispondere a tale soggetto le somme in questione possa generare tensioni finanziarie per il fondo e, dall'altro, che l'inadempimento possa costituire un meccanismo surrettizio di uscita dal fondo e di liberazione dagli impegni di versamento assunti.

207 In caso di cessione delle quote, l'acquirente subentrerà nei diritti e negli obblighi del cedente delle quote previsti dalla normativa applicabile e dal regolamento, incluso in particolare l'obbligo di effettuare i versamenti ancora dovuti.

eccezione potrebbe significare incidere sul trattamento applicato ad alcuni degli altri sottoscrittori o al fondo nel suo insieme²⁰⁸.

In tutte queste ipotesi, in sostanza, per tutelare l'interesse complessivo dei partecipanti, la SGR deve avere il potere-dovere di vietare la cessione delle quote. Ovviamente, alla previsione di un consenso alla cessione da parte della SGR consegue che la stessa non sarà tenuta a effettuare rimborsi o a distribuire importi, ai sensi del regolamento, a favore di soggetti diversi dai titolari originari delle quote o dagli acquirenti successivi che abbiano ottenuto il consenso della stessa SGR.

I regolamenti prevedono, pertanto, che il titolare delle quote che intende cedere a qualsiasi titolo le proprie quote, potrà procedere alla cessione dandone preventiva comunicazione alla SGR e allegando a tale comunicazione tutte le informazioni ed i documenti, relativi al terzo aspirante acquirente, che siano ragionevolmente rilevanti e necessari al fine di identificare lo stesso e consentire alla SGR di verificare l'inesistenza delle condizioni che potrebbero comportare il diniego alla cessione²⁰⁹. All'aspirante acquirente che non sia già partecipante al fondo è richiesta anche l'espressa accettazione del regolamento di gestione.

I regolamenti dei fondi prevedono, usualmente, delle disposizioni di maggior favore per le cessioni di quote infragruppo, tenuto conto della frequenza con cui gli investimenti vengono allocati su specifici veicoli o spostati su altri soggetti del medesimo gruppo, o per quelle a favore di altri partecipanti (prevedendo a volte anche un diritto di prelazione degli stessi sulle quote oggetto di cessione). In questo caso, il consenso alla cessione non viene irragionevolmente negato, ma alla SGR è dato il potere-dovere di richiedere, all'atto del trasferimento, che il cedente (i)

208 Al riguardo, le fattispecie che più frequentemente disciplinate sono quelle inerenti la possibilità che in conseguenza della cessione delle quote (i) i beni del fondo costituiscano “*plan assets*” soggetti al Title I dell'*Employee Retirement Income Security Act* (U.S.) del 1974 o alla *Section 4975* del U.S. *Internal Revenue Code*, (ii) si verifichino le conseguenze di cui alla *Section 708* dell'*Internal Revenue Code*, (iii) il fondo diventi un'entità soggetta ad imposizione alla stregua di una società ai fini delle imposte federali statunitensi ovvero quale “*publicly traded partnership*” ai sensi della *Section 7704* dell'*Internal Revenue Code*, (iv) diventi necessaria la registrazione del fondo quale *investment company* ai sensi dell'*Investment Company Act*.

209 Alla SGR, ove le informazioni ed i documenti forniti o allegati dal titolare delle quote non siano sufficienti a consentire la verifica dell'esistenza delle condizioni previste, i regolamenti attribuiscono il potere di richiedere l'invio di informazioni o documentazione integrative.

garantisca l'adempimento da parte del cessionario e (ii) si impegni a fare in modo che, qualora il cessionario cessi di far parte del medesimo gruppo, le quote tornino all'iniziale cedente.

3.4.3. Le classi di quote del fondo

Nei fondi comuni di investimento in genere e, in particolare, in quelli qui in esame, si concentra la presenza di partecipanti con esigenze e interessi diversi, cui difficilmente riesce a darsi adeguata risposta con una regolamentazione unitaria, se non minimale. Questa regolamentazione, però, se può ritenersi sufficiente a soddisfare le esigenze degli investitori *retail* che effettuano investimenti contenuti e standardizzati, non è ovviamente adeguato agli investitori complessi. Da qui il tentativo di sviluppare nuove forme di partecipazione al fondo, attraverso la creazione di un modello simile a quello delle diverse classi di azioni e strumenti finanziari partecipativi previsti, dal codice civile italiano, per le società per azioni.

La normativa di settore si limita, sul punto, a prevedere un principio di parità di trattamento fra gli investitori, senza disciplinare in dettaglio le attribuzioni o le possibili limitazioni delle diverse classi di quote. Si potrebbe parlare, in realtà, di un principio di parità “sostanziale”, che richiede cioè che siano trattati in modo uguale gli investitori che posseggono quote della medesima classe ed in modo diverso gli investitori titolari di classi diverse di quote.

Fermo tale limite, altro vincolo generale si deve riconoscere nella necessità di assicurare che le quote del fondo restino coerenti con la tipologia di investimento cui appartengono e non si trasformino, invece, in titoli di debito²¹⁰ o in altre forme di investimento.

Premessi tali “paletti” operativi, le possibilità di regolamentazione delle classi di quote sono in effetti varie quanto lo può essere l'autonomia privata: ad ogni concreta

²¹⁰ Anche nei fondi c.d. “garantiti”, dove è assicurato un certo rendimento annuale o la restituzione del capitale investito, in realtà non sussiste un obbligo di “rimborso” in capo al fondo o alla SGR, ma appunto una garanzia di restituzione, attuata attraverso l'attivazione di forme di copertura (es. polizze di assicurazione). Non cambia pertanto, neppure in tali ipotesi, la natura della quota come strumento di investimento in capitale di rischio.

esigenza, ad ogni prodotto e *target* di clientela, può corrispondere un differente equilibrio. Possono così essere create molte classi di quote, distinte sotto il profilo dei diritti amministrativi e patrimoniali ad esse correlati.

In particolare, a fronte di una limitazione dei diritti amministrativi (per esempio escludendo la partecipazione all'*Advisory Committee*), i titolari di una classe di quote (le "Quote B") potrebbero avere priorità - rispetto ai titolari di quote di classe differente - nelle distribuzioni e nei rimborsi effettuati dal Fondo, sia durante la vita del fondo che nella fase di liquidazione finale.

Più in dettaglio, potrebbe ipotizzarsi di riconoscere a tali partecipanti una distribuzione annuale prioritaria pari ad una determinata percentuale dei versamenti effettuati, nei limiti delle disponibilità effettivamente esistenti e distribuibili nel fondo. Nel caso in cui le somme effettivamente distribuibili non fossero sufficienti a coprire l'intero importo della distribuzione annuale prioritaria spettante ai quotisti B, la residua parte di tale distribuzione potrebbe essere cumulata con quella spettante nell'esercizio successivo, eventualmente riconoscendo una capitalizzazione dalla data di maturazione alla data di effettiva percezione della somma dovuta. L'eventuale eccedenza rispetto agli importi distribuibili potrebbe poi essere distribuita ai titolari delle altre classi di quote o, in alternativa, potrebbe essere riconosciuta ai titolari di Quote B una priorità anche nel rimborso dei versamenti effettuati nel Fondo, entro una certa percentuale dei versamenti stessi, crescente nel tempo, attribuendo agli altri partecipanti solo l'ulteriore eccedenza degli importi distribuibili.

Esaurito il pagamento della distribuzione prioritaria ed il rimborso dei versamenti previsti, la parte restante degli importi da distribuire potrebbe essere attribuita solo (o in parte preponderante) ai titolari delle altre classi di quote, ovviamente *pari passu* in proporzione al numero delle quote possedute da ciascuno di essi.

Una soluzione di questo tipo potrebbe rispondere all'esigenza di patrimonializzare in modo differente il fondo, costruendo una classe di quote molto simile ad uno strumento finanziario partecipativo, finalizzata, dal punto di vista del fondo, a dotare

lo stesso di risorse aggiuntive al “puro” *equity*, ad un costo predefinito²¹¹; dal punto di vista degli investitori, queste quote speciali presenterebbero un profilo di rischio-rendimento definito e costante, senza implicazioni di *governance*²¹².

Inoltre, potrebbe anche ipotizzarsi, come spesso avviene nella prassi, la creazione di ulteriori classi di quote, destinate agli *sponsors* del fondo / soci della SGR o collegati a questi²¹³, ai maggiori sottoscrittori, ai quotisti che appartengono alla Pubblica Amministrazione, alla SGR ed al suo *management* o agli *advisors* e consulenti, etc.

Più in particolare, quanto alle eventuali classi di quote destinate ai soci della SGR che intendano partecipare al fondo, potrebbe in tal caso prevedersi una limitazione dei diritti amministrativi dei titolari di tali quote, in modo da dare maggiore peso agli investitori terzi, rispetto alla SGR, nell'assunzione delle delibere che riguardano il fondo, riconoscendo però una maggiore partecipazione ai risultati economici.

Tale risultato potrebbe essere ottenuto, da un lato, limitando le prerogative dei titolari delle quote con riferimento alla nomina dei componenti dell'*Advisory Committee* ed alla partecipazione alle delibere assembleari del fondo; dall'altro, con l'attribuzione di una partecipazione qualificata alla distribuzione dell'*extra* rendimento del fondo e/o con una riduzione del peso delle commissioni di gestione imputabili a tali quotisti.

211 Nell'ipotesi in esame, infatti, l'indebitamento assumibile dal Fondo nei confronti del sistema bancario sarebbe comunque quello previsto per i fondi non speculativi; tuttavia, la presenza delle quote di classe B – per cui è definibile *ex ante* l'ammontare complessivo delle distribuzioni e dei rimborsi che potrebbero essere effettuati ai relativi titolari (senza che sussista alcun diritto degli stessi al rimborso di quanto versato o alla percezione delle distribuzioni annuali, se non nei limiti di una priorità rispetto agli ammontari effettivamente esistenti nel fondo) – potrebbe consentire l'ottimizzazione dei flussi finanziari del Fondo.

212 La struttura in esame potrebbe anche migliorare le possibilità di commercializzazione del fondo, aprendo la commercializzazione delle Quote B ad investitori qualificati potenzialmente interessati ad un profilo di rischio-rendimento più basso rispetto a quello delle quote ordinarie del fondo. In questo senso, potrebbero rilevare, ad esempio, le fondazioni bancarie, le casse di previdenza private, gli enti locali, interessati all'investimento nel settore delle energie rinnovabili e legati al territorio.

213 Rientrano usualmente fra gli *sponsors* del fondo (i) gli enti, le società ed i soggetti che siano azionisti della SGR; (ii) gli enti, le società ed i soggetti che, anche congiuntamente o mediante accordi parasociali conclusi anche con terze parti, controllino, siano controllati da o siano sottoposti a comune controllo con, gli enti, le società o i soggetti di cui al numero (i); (iii) gli organismi d'investimento collettivo e/o *investment companies* assimilabili a tali organismi, gestiti dagli enti, società e soggetti di cui ai punti (i) e (ii) che precedono; e (iv) le gestioni patrimoniali in fondi destinate esclusivamente a soggetti di cui ai precedenti punti (i), (ii) e (iii).

Per il primo aspetto, la natura di *sponsors* del fondo comporta – nell’opinione di mercato – una capacità di ingerenza nella definizione delle scelte gestionali della SGR o, quantomeno (e per essere più aderenti al principio di autonomia ed indipendenza delle SGR italiane), una capacità di incidere sulla scelta degli amministratori e del *management*, nonché di definire la struttura organizzativa ed il ruolo di eventuali comitati interni (come il Comitato Investimenti) che possono avere influenza sull’adozione delle scelte gestionali. L’esclusione di questi soggetti dalla partecipazione agli organi di *governance* del fondo, che costituiscono presidio di controllo rispetto alle prerogative della SGR, in questa prospettiva, offre ai partecipanti in posizione di terzietà rispetto alla SGR una maggiore garanzia sull’effettività del ruolo di tali organi²¹⁴.

Sotto il secondo profilo, invece, le prerogative economiche si giustificano, oltre che per i ridotti diritti amministrativi, anche per la potenziale rete di contatti e segnalazioni di opportunità di investimento che gli *sponsors* possono apportare all’iniziativa.

La partecipazione qualificata all’*extra* rendimento del fondo può essere assegnata dal regolamento alla classe di quote riservata agli *sponsors*, risolvendosi semplicemente in una maggiore articolazione della cascata dei pagamenti (per cui vedi sotto); la riduzione del peso commissionale, invece, può essere perseguita solo attraverso meccanismi indiretti.

Le commissioni di gestione della SGR, infatti, sono voci di costo del fondo e, quindi, del complessivo patrimonio di pertinenza di tutti i partecipanti. Questi, ad esito della gestione, avranno diritto ad ottenere una porzione dell’attivo netto di liquidazione, al netto quindi dei costi che gravano e che sono stati spesi dal fondo.

214 A tale conclusione, peraltro, sono progressivamente giunte anche le Autorità di Vigilanza che, nel valutare l’adeguatezza delle strutture organizzative e dei presidi di gestione dei conflitti di interessi delle SGR guardano, oggi, anche al fatto che gli *Advisory Committee*, ove destinatari di una funzione di presidio, non siano controllati o comunque sensibilmente influenzati da partecipanti al fondo che siano anche soci della SGR o soggetti a questa collegati. Questo risultato è ottenibile, in realtà, sia escludendo tali ultimi soggetti dal diritto di nominare o di concorrere all’elezione dei membri dei comitati dei fondi, sia anche solo escludendo i membri nominati da soggetti in conflitto di interessi dalle maggioranze necessarie per l’adozione dei pareri e delle delibere degli organi del fondo.

Per ottenere il risultato voluto, perciò, occorrerà prevedere, come si vede anche in taluni regolamenti, l'attribuzione ai titolari delle quote interessate, di una specifica voce di distribuzione, concettualmente assimilabile ad una voce di costo del fondo e, quindi, prioritaria rispetto a qualunque altra distribuzione ai partecipanti, ma comunque partecipe del rischio di questi.

Quanto, invece, alla possibilità di riconoscere specifiche prerogative e diritti ai maggiori sottoscrittori del fondo diversi dagli *sponsors* dello stesso (c.d. “*core investors*”), occorre precisare che, in tale ipotesi, l'interesse di tali soggetti è principalmente radicato (i) nella garanzia di maggiori prerogative di controllo e partecipazione agli organi di *governance* del fondo e (ii) nella possibilità di essere preferiti nell'attribuzione di incarichi di *advisory* o consulenza e nei co-investimenti del fondo. Solo raramente si aggiunge a tali motivazioni anche la richiesta di una partecipazione qualificata al risultato della gestione; in tali ipotesi, comunque, il trattamento delle quote riservate ai *core investors* tende ad essere assimilabile a quello delle quote degli *sponsors*.

La classe di quote eventualmente destinata a tali soggetti, quindi, dovrà principalmente rispondere alle esigenze sopra, senza però pregiudicare il rendimento atteso dall'investimento (e, quindi, senza prevedere limitazioni economiche rispetto ai quotisti ordinari). L'attribuzione delle prerogative aggiuntive in discorso trova, infatti, giustificazione, in questo caso, nella riserva delle stesse ai soli partecipanti che abbiano sottoscritto o successivamente acquistato quote per un controvalore almeno pari a certe soglie dimensionali.

Avuto riguardo ai possibili partecipanti che siano appartenenti alla Pubblica Amministrazione e che, quindi, partecipino al fondo per favorire lo sviluppo di iniziative che presentino pubblica utilità o interesse, possono distinguersi due interessi principali. Da un lato, vi è l'esigenza di assicurare che il fondo persegua gli obiettivi di interesse pubblico che hanno determinato la partecipazione del soggetto all'iniziativa, dall'altro, l'interesse a che il capitale investito nel fondo o le agevolazioni concesse all'iniziativa (in termini di autorizzazioni, regimi fiscali, *etc.*)

non vadano esclusivamente a favore dei partecipanti al fondo ma si riflettano in un beneficio per la collettività.

Tali risultati sono raggiungibili con la creazione nel regolamento di una classe di quote che attribuisca al titolare, rispettivamente per la prima e la seconda esigenza, un potere specifico di veto rispetto alle modifiche del testo del regolamento che possano incidere sulle politiche o sugli obiettivi del fondo (come inizialmente stabiliti dalla SGR nel regolamento ed accettati dai partecipanti con la sottoscrizione) e una partecipazione qualificata all'*extra* rendimento del fondo²¹⁵.

Infine, con riferimento alle eventuali classi di quote riservate alla SGR, al suo *management* e agli *advisors* del fondo, la funzione delle stesse è quella di ridurre il *moral hazard* di questi, prevedendo una compartecipazione non solo al risultato positivo del fondo, ma anche alle eventuali perdite. Da qui – ed in realtà anche da motivazioni di carattere fiscale – la preferenza che viene ultimamente accordata a tale soluzione rispetto alla previsione di una componente variabile della commissione di gestione, legata all'andamento del fondo (per cui si rinvia al paragrafo successivo).

Le quote di questa classe specifica non hanno, ovviamente, diritti amministrativi (se non quelli necessari ad evitare che possano essere apportate al regolamento del fondo, dagli altri partecipanti, modifiche tali da pregiudicare i loro diritti) e dal punto di vista patrimoniale sono assimilate a quote ordinarie, partecipando, in proporzione al loro ammontare e valore nominale alle distribuzioni, salvo prevedere l'attribuzione di una porzione speciale di *extra* rendimento di gestione (che costituisce il c.d. *carried interest*).

Occorre sottolineare, comunque, che al fine di assicurare l'equilibrio economico finanziario del Fondo e la capacità di far fronte alle dinamiche di distribuzione, il rapporto e la proporzione quantitativa fra le quote delle diverse classi devono essere

²¹⁵ Esempi in questo senso possono trarsi dai fondi immobiliari a sviluppo ad iniziativa pubblica: pur trattandosi di fondi immobiliari e non di private equity, la struttura partecipativa di tali veicoli, i relativi regolamenti e l'oggetto delle attività (spesso finalizzato alla creazione di infrastrutture sociali), li rendono molto prossimi, se non appartenenti, alla famiglia dei fondi oggetto del presente lavoro. In questi casi, a fronte dell'apporto dell'area da sviluppare e/o della concessione dei diritti e delle licenze necessarie, viene riconosciuta al quotista pubblico una partecipazione al plusvalore della gestione, che compensa la valorizzazione "prudente" dell'area apportata o l'attività amministrativa.

oggetto di specifica analisi e pianificazione nella fase di strutturazione del prodotto. Inoltre, all'interno del regolamento del Fondo potrebbe essere necessario prevedere in capo alla SGR la possibilità (o l'obbligo) di effettuare accantonamenti sugli importi distribuibili, in modo da far fronte anno per anno al pagamento delle distribuzioni previste dal *business plan*.

Sotto altro profilo, merita anche evidenziare che la creazione nei regolamenti di classi di quote riservate a specifici soggetti comporta anche il problema della verifica circa il possesso ed il mantenimento dello *status* previsto, nonché della disciplina delle conseguenze legate alla perdita della qualifica.

Sul punto non esistono né indicazioni normative, né posizioni univoche, ma semplicemente dovrà riconoscersi la presenza di tante alternative quanti sono gli assetti di interessi e gli equilibri di forza fra i diversi soggetti coinvolti. Si potrà passare così dalla limitazione della rilevanza dello *status* soggettivo specifico solo al momento di sottoscrizione delle quote, alla previsione della perdita dei diritti (e delle quote) in connessione con il venir meno della qualifica soggettiva, alla costruzione di sistemi di *vesting* e di qualificazione della causa connessa alla perdita della qualifica che abbiano funzione disincentivante.

È questo il caso delle quote attribuite al *management* della SGR che ricopre funzioni di gestione del fondo: in questo caso, la costruzione delle clausole c.d. di *good leaver* (che si riferiscono ad un'uscita "giustificata", quali morte, malattia, anzianità, motivi familiari, etc) e *bad leaver* e di un sistema di *vesting* progressivo del valore accumulato nelle quote assegnate, consente di disincentivare il *management* stesso dall'abbandono del progetto (che corrisponde alla perdita della qualifica di manager), preservando la continuità gestionale.

3.4.4. Le commissioni della SGR e la ripartizione di costi ed oneri

Ai sensi della vigente normativa, possono essere imputate al fondo solo le spese di stretta pertinenza dello stesso, o strettamente funzionali all'attività ordinaria del

fondo, ovvero previste da disposizioni legislative o regolamentari. Conseguentemente, rientrano fra le spese imputabili al fondo:

(i) Il compenso da riconoscere alla SGR, calcolata differentemente per il periodo di investimento e per il successivo periodo di gestione e dismissione degli investimenti, con la logica di sostenere in fase iniziale l'attività di *scouting* della SGR.

Più in particolare, fino alla scadenza del periodo di investimento (che coincide di norma con il periodo di richiamo dei versamenti), la commissione di gestione è usualmente calcolata come percentuale degli impegni di sottoscrizione, indipendentemente dagli ammontari richiamati e versati, al fine di consentire alla SGR di sostenere i costi iniziali dell'attività di investimento (ricerca, *scouting* ed analisi) senza pregiudicarne l'equilibrio patrimoniale e finanziario. Successivamente, la commissione di gestione viene calcolata come percentuale (i) del valore complessivo netto del fondo, quale risulta dall'ultima relazione semestrale o rendiconto di gestione approvata/approvato, o (ii) dell'ammontare del costo storico (ovvero del costo alla data di effettuazione dell'investimento medesimo) degli investimenti in portafoglio, eventualmente diminuito delle eventuali svalutazioni²¹⁶.

216 Di particolare interesse è il rapporto fra le commissioni di cui nel testo e i diversi compensi che la SGR dovesse percepire per attività di consulenza o altri servizi tecnico-amministrativi (commissioni per *origination, monitoring, transaction, closing*, consulenza finanziaria, *investment banking*, compenso per amministratori ed altre commissioni corrisposte sia in denaro contante nonché ogni altro tipo di compenso) a favore delle società in cui il Fondo ha investito, o per le cariche ricoperte nelle partecipate (c.d. "*Directors' fees*"). Pur senza voler entrare nel merito di un'analisi di dettaglio della compatibilità di tali attività con l'oggetto sociale della SGR e con i doveri di correttezza e trasparenza nei confronti del fondo, ci si limita a rilevare che iella prassi si riscontrano al riguardo posizioni piuttosto divergenti, con la deduzione integrale di tali commissioni da quelle percepite per la gestione del fondo o l'applicazione di percentuali di ponderazione delle predette commissioni, prima di procedere alla deduzione delle stesse dalla commissione di gestione. Evidentemente, risulterà rilevante, ai fini della qualificazione della fattispecie, la riconducibilità o meno delle attività svolte alle attività tipiche e proprie della SGR, quale gestore del fondo, rispetto alla società partecipata per cui vengono prestati i servizi consulenziali o amministrativi. In altri termini ed in estrema semplificazione di una tematica in realtà estremamente complessa, potrebbe dirsi che rileverà se l'attività possa essere o meno fatta rientrare o meno fra le prerogative del fondo quale socio della società che riceve i servizi. Le commissioni in oggetto, peraltro, potrebbero determinare anche un potenziale conflitto con la disciplina in materia di *inducements*, di cui all'art. 73 del regolamento Consob n. 16190/2007, dovendosi verificare in concreto la possibilità di far ricadere i compensi percepiti dalla SGR in una delle eccezioni previste al divieto di incentivi.

A tale compenso si aggiunge, solitamente, una commissione da corrispondersi *una tantum* alla SGR per l'attività svolta per l'istituzione e l'avvio dell'operatività del fondo (ivi incluso l'esame e la valutazione degli aspetti fiscali, legali e contrattuali legati alla strutturazione del fondo ed al collocamento delle relative quote), pagata alla SGR entro la scadenza del periodo di sottoscrizione delle quote del fondo.

Meno frequente, invece, soprattutto nei fondi di più recente istituzione, è la previsione di una commissione variabile²¹⁷, legata all'andamento dell'attività di gestione. Tale commissione è stata sostituita da una più pregnante forma di partecipazione del gestore al rischio di investimento: viene, infatti, prevista la sottoscrizione di quote di una specifica classe, che attribuiscono il diritto ad ottenere una remunerazione sostanzialmente assimilabile ad una commissione di *performance*, ma richiedono un impegno di capitale nel fondo.

(ii) Il compenso da riconoscere alla banca depositaria per le attività (i) di controllo previste dalla normativa tempo per tempo vigente, (ii) di esecuzione delle operazioni connesse all'emissione ed all'estinzione dei certificati rappresentativi delle quote, (iii) di custodia ed amministrazione delle disponibilità liquide e dei titoli del fondo, nonché (iv) per l'eventuale attività di calcolo e valorizzazione della quota del fondo.

(iii) I costi connessi con l'acquisizione e la dismissione delle attività del fondo, ivi inclusi i costi di intermediazione, le spese notarili relative agli investimenti, i costi relativi alle trattative preliminari, le spese di *due diligence* legali e/o fiscali e/o contabili e/o strategiche e/o di mercato.

Nei fondi *retail*, peraltro, tali ultimi oneri possono essere imputati al fondo solo per le operazioni effettivamente realizzate, fatta eccezione per quelli strettamente connessi con la partecipazione a gare o aste. Nei fondi riservati attivi nel settore infrastrutturale, invece, l'esigenza di evitare che la SGR impegni inutilmente il

²¹⁷ Ai sensi del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, nel caso in cui la società di gestione intenda avvalersi della possibilità di beneficiare, alla scadenza del fondo, di una partecipazione al risultato di gestione ove lo stesso sia superiore ad un risultato-obiettivo, il regolamento deve riportare le modalità di calcolo del risultato della gestione del fondo, il parametro di riferimento per l'individuazione del risultato minimo prefissato e la percentuale del risultato di gestione eccedente quello minimo prefissato che viene riconosciuta alla SGR.

patrimonio del fondo in operazioni non credibili, si unisce alla necessità di garantire alla SGR stessa la tranquillità di analizzare le diverse operazioni di investimento in un settore piuttosto complesso. La disciplina dei c.d. *abort costs* prevede, perciò, la ripartizione degli oneri in questione fra il fondo e la SGR, in parti uguali o con percentuali diverse, a seconda dell'interesse delle parti alla composizione del rischio in questione. Allo stesso modo, vengono ripartite anche – nelle medesime proporzioni – le eventuali somme corrisposte alla SGR dalle società oggetto dell'investimento o disinvestimento non concluso o dalle loro controllanti, come penali in esecuzione di accordi stipulati in relazione alle operazioni non portate a termine (c.d. “*break up fees*”).

(iv) Le spese di pubblicazione del valore unitario delle quote e dei prospetti periodici del fondo e i costi di stampa dei documenti destinati ai titolari delle quote, con l'esclusione degli oneri attinenti alla propaganda, pubblicità o comunque al collocamento delle quote.

(v) Le spese di revisione della contabilità e dei rendiconti del fondo (ivi compreso quello finale di liquidazione).

(vi) Gli oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo e le spese connesse (es.: spese di istruttoria).

(vii) Le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo, incluse quelle sostenute da società costituite dalla SGR per effettuare gli investimenti del fondo e il rimborso alla SGR e/o agli amministratori e dipendenti della stessa di ogni danno, costo o spesa da essi subito ad esito di qualsivoglia pretesa o azione avanzata o promossa contro di essi in relazione alla loro attività di gestione del Fondo, salvo il caso in cui tali danni, costi o spese derivino da dolo o colpa grave degli stessi.

Rientrano in tale voce di spesa anche gli indennizzi e le manleve che il fondo riconosce, ove espressamente previsti dal regolamento e nei limiti ammissibili per legge, a favore della SGR, dei suoi azionisti, *managers*, amministratori e sindaci, dipendenti e collaboratori, di ciascun membro del comitato investimenti (ove previsto), dell'*Advisory Committee* o di qualsiasi altro soggetto designato dalla SGR

come rappresentante della stessa o del fondo, a fronte di perdite, richieste, passività, costi, spese, danni, azioni legali, procedimenti e cause giudiziarie, amministrative o di altro tipo, o danni di qualsiasi altra natura, causati in relazione all'espletamento dell'attività di gestione del risparmio. Attraverso tali indennizzi e manleve viene minimizzato il rischio che la SGR assuma un atteggiamento di investimento e gestione delle partecipazioni non attivo, per paura di incorrere in potenziali responsabilità²¹⁸.

(viii) Gli oneri fiscali di pertinenza del fondo.

(ix) Le polizze assicurative, stipulate dalla SGR nell'interesse del Fondo e a tutela del patrimonio di questo da possibili passività potenziali o danni di altra natura (incluse a mero titolo esemplificativo le polizze "*directors and officers*").

(x) Le spese inerenti la costituzione e il funzionamento dell'*Advisory Committee* e del Comitato Conflitti (quali a titolo meramente esemplificativo quelle relative all'invio dei verbali delle suddette riunioni, i rimborsi delle spese di viaggio sostenute dai membri di tali comitati e dei membri del Consiglio di Amministrazione e degli esperti esterni invitati dalla SGR alle riunioni degli stessi, nonché l'eventuale compenso da corrispondere ai membri di tali organismi e le spese sostenute dalla SGR per le funzioni di segreteria di tali organismi) nonché le spese inerenti alla costituzione e al funzionamento dell'Assemblea dei Partecipanti e delle assemblee speciali dei titolari delle quote.

(xi) I costi inerenti allo scioglimento e alla liquidazione del Fondo.

218 Vengono di norma esclusi i casi in cui le perdite o i danni siano imputabili (i) a dolo o colpa grave delle parti interessate nell'adempimento delle obbligazioni derivanti dal presente regolamento, o (ii) a sanzioni irrogate dalle Autorità di Vigilanza, per evitare l'effetto di *moral hazard* che ne seguirebbe. I soggetti indicati sono anche solitamente esonerati, nei limiti ammissibili per legge, da responsabilità nei confronti dei titolari delle quote per atti o fatti anche omissivi di amministratori, dipendenti e consulenti delle società oggetto di investimento del Fondo, nominati dalla SGR o dagli altri soggetti interessati o in collaborazione con questi, a condizione che gli stessi abbiano diligentemente designato, o collaborato nella designazione, dell'amministratore, dipendente o consulente della società oggetto di investimento del fondo cui è attribuibile il comportamento lesivo.

Il pagamento delle suddette spese è disposto dalla SGR mediante prelievo dalle disponibilità del fondo e, quindi, a valere sul patrimonio complessivo di questo e sugli impegni di sottoscrizione dei partecipanti.

Possono essere posti a carico dei singoli partecipanti le spese che riguardino la posizione o le richieste specifiche di questi e non l'intera categoria a cui gli stessi appartengono (ad esempio rientrano in tale categoria le spese di conversione o trasferimento o emissione dei certificati di partecipazione, le spese per la predisposizione e l'invio di reportistica specifica ed aggiuntiva, gli interessi ed i danni per i ritardi nell'adempimento degli obblighi di versamento, le commissioni di sottoscrizione, *etc.*). Tutti i costi imputati ai singoli partecipanti sono limitati alla copertura degli oneri effettivamente sostenuti e sono comunicati di volta in volta ai titolari delle Quote interessati.

Restano a carico della SGR tutte le spese e gli oneri non esplicitamente indicati nel regolamento come a carico dei titolari delle quote o del fondo.

3.4.5. La cascata dei pagamenti

Il regolamento del fondo deve prevedere le modalità di ripartizione e distribuzione fra i partecipanti, sia durante la vita del fondo che in fase di liquidazione, delle somme di spettanza dei partecipanti.

A tal fine, il regolamento stabilisce se la SGR può o deve, durante la vita del fondo, effettuare rimborsi parziali *pro quota* o distribuzioni ai partecipanti a fronte dei disinvestimenti realizzati o delle disponibilità liquide esistenti (ad esempio per il rimborso di finanziamenti soci effettuati alle partecipate o per interessi e dividendi percepiti dal fondo)²¹⁹. Tali rimborsi sono comunque effettuati, al netto di tutti i

219 Sul punto i regolamenti usualmente prevedono che i rimborsi verranno effettuati ai soggetti che risultino titolari del relativo diritto dalla Banca Depositaria su istruzioni della. L'estinzione dell'obbligazione di rimborso a carico della SGR si determina al momento della ricezione, da parte dell'avente diritto, del mezzo di pagamento disposto dalla Banca Depositaria. Le somme non rimborsate dagli aventi diritto si prescrivono nei termini di legge, a decorrere dalla data fissata per la loro distribuzione, in favore: (i) del fondo, qualora il termine di prescrizione scada anteriormente all'approvazione del rendiconto finale di liquidazione del Fondo medesimo; o (ii)

costi a carico del fondo, sulla base di una valutazione ed una prudente stima da parte del Consiglio di Amministrazione, tenuto conto anche degli impegni futuri che il fondo stesso dovrà affrontare e degli eventuali accantonamenti necessari.

Le modalità di tali distribuzioni sono stabilite nello stesso regolamento di gestione del fondo, tenendo conto delle caratteristiche delle quote emesse e, quindi, dell'eventuale esistenza di diritti prioritari o qualificati di talune categorie di quotisti.

Così come nell'esperienza internazionale, anche per i fondi di diritto italiano si riscontrano due tipologie principali di cascate dei pagamenti, in ragione dell'esistenza o meno di un collegamento fra gli importi distribuiti e la provenienza delle somme in distribuzione da un determinato investimento del fondo.

Si distingue, cioè, fra (i) la tipologia “*all-contributions-preferred-return-back*”, che prevede che la distribuzione dell'extra-rendimento del Fondo sia subordinata all'integrale restituzione ai partecipanti dei versamenti effettuati e del rendimento obiettivo e (ii) il metodo c.d. “*deal-by-deal*”, dove la distribuzione dei proventi e del risultato di gestione è basata sulla valorizzazione di ciascun singolo investimento, come, cioè, se ciascuna delle operazioni condotte dal fondo dovesse considerarsi, fino al conguaglio finale, completamente autonoma.

La prima modalità di distribuzione dei proventi e del risultato netto di gestione assicura ai partecipanti la restituzione dell'*equity* versato nel fondo ed il riconoscimento di un rendimento minimo prima che il gestore possa percepire delle commissioni di *performance*, legate all'andamento della gestione. In caso di *deal-by-deal*, invece, si andrà anzitutto a rimborsare ai partecipanti al fondo il capitale investito, ma solo fino a concorrenza di quello imputabile al singolo investimento dismesso o che ha dato origine alla distribuzione e tenendo conto anche (i) di quota parte dei costi generali di struttura, e (ii) di un importo pari alle minusvalenze potenziali sugli altri investimenti in essere. Come già accennato, la distinzione in parola si riflette principalmente sul momento in cui avviene la distribuzione delle somme che costituiscono il rendimento dell'investimento e, quindi, sul momento in cui il gestore

della SGR, qualora il termine di prescrizione scada successivamente all'approvazione del rendiconto finale di liquidazione del fondo.

(e gli altri titolari di quote che hanno partecipazioni qualificate all'extra rendimento) comincia a percepire la sua remunerazione variabile.

Da ciò deriva un diverso grado di rischio per il partecipante al fondo nei due casi²²⁰. Analoghe a quelle delle strutture internazionali sono anche le forme di protezione degli investitori che trovano disciplina nel regolamento di gestione del fondo, perché del tutto simili sono le esigenze di protezione sottese alle clausole in commento.

Passando ad esaminare nel dettaglio gli schemi di distribuzione, sia consentito rinviare a quanto già detto *sub* paragrafo 3.1.2 in relazione agli schemi applicabili nelle *LPs*, in modo da poter rappresentare, qui di seguito, uno schema più complesso, che assume che il regolamento del fondo preveda l'emissione di (i) quote ordinarie ("Quote A"); (ii) quote con rimborso e rendimento prioritari ("Quote B") di cui al precedente paragrafo 3.4.3); (iii) quote destinate agli *Sponsors*, con rendimento privilegiato e rimborso della componente commissionale ("Quote C"); e (iv) quote destinate alla SGR ed al suo *management* ("Quote D"), nonché l'applicazione del *deal-by-deal*.

Nell'ipotesi di lavoro (che non considera, per semplicità, la componente fiscale), quindi, in occasione di ogni distribuzione e rimborso, gli importi effettivamente distribuibili saranno ripartiti fra i partecipanti come segue, tenendo conto degli importi già distribuiti in precedenza:

- (a) ai titolari di Quote B, in proporzione al numero di Quote B possedute, fino a concorrenza dei seguenti limiti:
 - 1. preliminarmente la distribuzione annuale prioritaria maturata e non ancora pagata da parte del fondo su tutte gli importi versati e non ancora restituiti;

²²⁰ L'applicazione del sistema *deal-by-deal* risulta, evidentemente, più favorevole per i gestori e correlativamente meno prudentiale per i *limited partners*, esponendo questi al rischio di non ottenere, in fase di liquidazione finale del veicolo, non solo la remunerazione base, ma neppure la restituzione del capitale impiegato su tutti gli investimenti. Sussiste infatti il rischio che i gestori possano procedere al disinvestimento anche di *assets* non ancora maturi, finalizzato ad ottenere in anticipo la quota parte di remunerazione variabile o, comunque, ad estrarre valore dal veicolo, relegando la dismissione degli investimenti in perdita (che quindi non riusciranno a coprire la quota parte di *equity* e spese generali e che, anzi, potrebbero accumulare ulteriori perdite) per la fase di liquidazione finale del fondo.

2. successivamente, l'importo dei versamenti effettuati e non ancora rimborsati, fino a concorrenza delle percentuali stabilite nel regolamento per ciascun periodo.
- (b) esaurito il pagamento *sub (a)*, per il residuo, ai titolari delle Quote C, in proporzione al numero di Quote C possedute, fino a che gli stessi non abbiano ricevuto un ammontare pari al rimborso della componente commissionale maturato e non ancora rimborsato dal fondo;
- (c) esaurito anche il pagamento *sub (b)*, per il residuo, ai titolari di Quote A, C e D, *pari passu* fra loro ed in proporzione al numero e valore di quote possedute, tenendo conto dei rimborsi già effettuati, fino a concorrenza della somma dei seguenti importi:
1. tutti i versamenti effettuati a valere sull'originario investimento fonte del rimborso²²¹ e sulla quota parte dei costi e delle spese a carico del fondo, allocati proporzionalmente sui predetti versamenti;
 2. un ammontare pari alla somma di tutte le minusvalenze latenti relative agli investimenti nel portafoglio del fondo, fino a concorrenza di tale ammontare unitamente a quello del precedente punto 1 con la totalità dei versamenti effettuati dai titolari delle quote interessate; e
 3. l'ammontare calcolato applicando il tasso di rendimento obiettivo agli importi di cui al precedente n. 1 (c.d. *Hurdle Rate*);
- (d) esaurito anche il pagamento *sub (c)*, per il residuo, ai titolari delle Quote D, in proporzione al numero di quote possedute, fino al raggiungimento di un importo pari al 25% (venticinque per cento) degli importi distribuiti ai sensi della lettera (c)³ che precede (c.d. "*Catch Up*");
- (e) esaurito anche il pagamento *sub (d)*, per il residuo, ai titolari delle Quote A, C e D, *pari passu* fra loro (cioè con distribuzioni parallele delle somme) ed in proporzione al numero ed al valore delle quote possedute, come segue:

²²¹ Qualora il fondo disinvesta solo parzialmente un proprio investimento in portafoglio, la parte disinvestita dovrebbe essere considerata come un investimento separato rispetto alla parte mantenuta in portafoglio ai fini delle distribuzioni e dei rimborsi di cui al presente articolo.

- per una percentuale fra il 20 e l'80% a tutti i titolari delle quote, e
- per la percentuale complementare ai titolari di Quote C e D, in proporzione al numero e al valore delle quote possedute (l'“Extra Rendimento”).

Il modello di cui sopra, poi, potrebbe essere ulteriormente complicato, ipotizzando l'applicazione dello schema *deal-by-deal* anche alle distribuzioni effettuate a favore dei titolari di Quote B e C, o intervenendo sulle percentuali attribuite ai diversi quotisti o, ancora, suddividendo ulteriormente gli importi spettanti alle diverse categorie di partecipanti.

A garanzia dei partecipanti, il regolamento del fondo prevede normalmente, almeno in caso di *deal-by-deal*, che una percentuale variabile fra il 20 ed il 100% (in funzione del *track record* del gestore e del peso commerciale delle parti) degli importi distribuiti durante la vita del fondo, a titolo di *Catch Up* ed *Extra Rendimento*, sia depositata in un conto vincolato (c.d. *escrow account*); tale somma viene distribuita agli aventi diritto solo ove, in fase di distribuzione dell'attivo finale di liquidazione del fondo, risultino completamente pagati o pagabili ai partecipanti gli ammontari teoricamente spettanti sulla base della cascata dei pagamenti applicata. In caso contrario, gli importi depositati sul conto vincolato alla data di liquidazione saranno usati – in tutto o in parte, secondo le regole di dettaglio stabilite nel regolamento – al fine di assicurare il rispetto dei criteri di distribuzione di cui alla cascata dei pagamenti prevista nel regolamento del fondo (c.d. *Claw Back*); l'eventuale eccesso depositato in *escrow account* potrà essere distribuito agli aventi diritto.

Il regolamento, comunque, può anche prevedere che tali somme siano liquidabili agli aventi diritto prima della distribuzione dell'attivo di liquidazione del fondo; ciò avviene, solitamente, a condizione che (i) successivamente alla scadenza del periodo di richiamo dei versamenti, sia già stato rimborsato ai partecipanti al fondo l'*equity* versato e sia stato pagato anche l'*Hurdle Rate*; o (ii) anche prima della scadenza del periodo di richiamo, gli aventi diritto abbiano presentato alla SGR di idonea garanzia di restituzione degli importi, per l'ipotesi di *Claw Back*.

3.4.6. L'informativa ai partecipanti

Nell'ambito degli obblighi di trasparenza che devono essere rispettati dalla società di gestione rientra la redazione dei documenti che forniscono un'informativa periodica e dettagliata ai sottoscrittori sull'attività di gestione. A questo riguardo, il D.lgs. n. 58/1998 ed il D.M. n. 228/1999 indicano i documenti contabili che le SGR sono tenute a redigere periodicamente, in aggiunta alle scritture prescritte per le imprese commerciali dal codice civile. In particolare, con riferimento a ciascun fondo di investimento, sono richiesti²²²:

- il libro giornale del fondo;
- il rendiconto della gestione del fondo, entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio annuale o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi²²³;
- una relazione semestrale relativa alla gestione del fondo, entro 30 giorni dalla fine dei primi sei mesi dell'esercizio²²⁴;
- nel caso dei fondi aperti, un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo, con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote.

I documenti sopra indicati (eccetto il libro giornale del fondo) devono essere tenuti a disposizioni del pubblico nella sede della SGR²²⁵. L'ultimo rendiconto della gestione

²²² Negli Allegati IV.6.1 e IV.6.2 del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 sono riportati gli schemi-tipo e le relative istruzioni di redazione dei prospetti contabili, rispettivamente, dei fondi comuni aperti e dei fondi comuni chiusi. Nell'Allegato IV.6.4 sono riportate le informazioni minimali da fornire nella relazione degli amministratori che accompagna il rendiconto o il bilancio e nella nota illustrativa che accompagna la relazione semestrale. Il contenuto degli schemi è minimale, essendo rimessa alle SGR la possibilità di ampliarne il contenuto informativo. Tale facoltà, peraltro, deve essere utilizzata con misura e discernimento in relazione al rischio che un eccessivo dettaglio determini una riduzione, anziché un accrescimento, della capacità informativa dei documenti di cui si tratta. È altresì consentita l'omissione delle voci che non presentino alcuna consistenza nei periodi posti a confronto o che non siano state interessate da alcuna movimentazione.

²²³ Il rendiconto di gestione del fondo si compone di una situazione patrimoniale, di una sezione reddituale e di una nota integrativa, accompagnati dalla relazione degli amministratori.

²²⁴ La relazione semestrale si compone di una situazione patrimoniale ed è accompagnata da una nota illustrativa. La relazione non è richiesta nel caso dei fondi per i quali si proceda, in relazione alla distribuzione dei proventi, alla redazione del rendiconto con cadenza almeno semestrale.

del fondo e l'ultima relazione semestrale debbono inoltre essere tenuti a disposizione del pubblico nella sede della banca depositaria e nelle succursali della medesima indicate nel regolamento; gli investitori hanno diritto di ottenere gratuitamente, anche a domicilio, copia di tali documenti.

3.4.7. Governance del fondo e prerogative dei partecipanti

La SGR è il soggetto che gestisce il patrimonio del fondo ed esercita i diritti inerenti i beni e gli strumenti finanziari contenuti nel patrimonio del fondo nell'interesse dei titolari delle quote.

In linea di prima approssimazione, quindi, il regolamento deve garantire l'autonomia della SGR nell'assunzione delle "scelte di gestione" relative al patrimonio del fondo; tale autonomia si traduce, per quanto di interesse, nella parallela limitazione delle prerogative dei quotisti, e degli organi che li rappresentano, con riferimento alle scelte di investimento e disinvestimento²²⁶.

In particolare, sembrerebbe non utilizzabile, quindi, una struttura di *governance* che fosse basata sull'attribuzione ai partecipanti di competente per il rilascio di pareri vincolanti alla SGR in relazione, ad esempio, a tutti i singoli investimenti e disinvestimenti del fondo, interventi di manutenzione e valorizzazione o stipula di contratti di locazione e servizio.

225 Per i fondi di tipo riservato e speculativo possono essere previste forme di pubblicità diverse da quelle di cui ai commi precedenti a condizione che le stesse siano indicate nel regolamento del fondo.

226 Si consideri, infatti, che nella comunicazione inviata a tutte le SGR in data 8 luglio 2005, la Banca d'Italia, seppure facendo espresso riferimento ai fondi immobiliari istituiti con l'obiettivo prevalente di amministrare consistenti patrimoni personali, ha evidenziato che queste iniziative (a) sarebbero principalmente finalizzate a realizzare obiettivi (come l'ottimizzazione del carico fiscale sul patrimonio immobiliare) diversi da quelli propri dei fondi comuni, e (b) relegherebbero la SGR in prevalenza a compiti di mera amministrazione del patrimonio, con assetti di governance del fondo che sostanzialmente mirerebbero ad esautorare la stessa dalle scelte di gestione, a favore di Comitati rappresentativi dei quotisti. Al fine di limitare l'emersione di tali strutture, la Banca d'Italia ha invitato le SGR ad assicurarsi che le nuove iniziative siano in ogni caso volte a (a) realizzare un'effettiva attività di gestione immobiliare, (b) preservare lo schema di intermediazione finanziaria alla base dei fondi comuni, e (c) salvaguardare l'autonomia e le prerogative gestorie delle SGR. Alla luce di tale interpretazione della Banca d'Italia, non sembra possibile riservare, nell'ambito del regolamento del fondo, poteri e competenze estese all'intero spettro dell'attività gestoria della SGR.

Né, d'altra parte, risulta possibile ipotizzare poteri o prerogative dei partecipanti in merito alle singole scelte di gestione inerenti il patrimonio del fondo che trovino fonte – come usualmente avviene nei mercati internazionali – al di fuori del testo regolamentare, in virtù del già richiamato principio di completezza.

Pur tenuto conto di queste limitazioni, alcuni specifici poteri sembrerebbero comunque poter essere assegnati ai quotisti con riferimento alle “scelte di gestione”. Si tratta, in particolare dell'attribuzione all'Assemblea dei Partecipanti o, ove presente, all'*Advisory Committee* (che garantisce una maggiore celerità di convocazione, un più elevato livello di competenza e una maggiore conoscenza dei fatti di gestione), della competenza a rilasciare pareri, tra l'altro, in relazione²²⁷:

- al compimento di operazioni che possono comportare, anche astrattamente, un conflitto di interessi fra la SGR ed il fondo dalla stessa gestito²²⁸;
- al *business plan* del fondo e al compimento di operazioni non ricomprese nello stesso;
- al superamento transitorio dei limiti di investimento (o delle soglie “basse” di questi) fissati nel regolamento, per consentire l'effettuazione di specifiche operazioni.

Nei tre casi sopra, ai pareri dell'*Advisory Committee* può essere attribuita efficacia obbligatoria e vincolante; nulla esclude, ovviamente, che possano essere previste nel regolamento anche ulteriori competenze del comitato dei partecipanti (o

227 Sempre con riferimento ai fondi di tipo immobiliare, la Banca d'Italia ha consolidato un orientamento volto a consentire ai partecipanti l'espressione di pareri vincolanti solo in relazione alle maggiori operazioni di investimento e disinvestimento del fondo, che superino cioè certe soglie di valore assoluto e percentuale rispetto al patrimonio del fondo. Tale orientamento sembra, in realtà, generalmente riferibile a tutte le tipologie di fondi, essendo orientato ad evitare che lo schema tipico della gestione collettiva sia utilizzato per “vestire” operazioni che assegnano alla SGR il ruolo di mero amministratore del patrimonio, senza prerogative di gestione autonome. Da questo orientamento interpretativo dell'Autorità di Vigilanza può, forse, trarsi la conclusione che – salvo sviluppi ulteriori – i poteri indicati nel testo, in quanto attinenti al rispetto dei limiti operativi fissati nei regolamenti, possano continuare a trovare espressione all'interno degli stessi.

228 Al riguardo, i regolamenti dei fondi, in ragione dell'assetto di interessi voluto e della forza contrattuale delle parti, possono prevedere che l'*Advisory Committee* sia competente ad esprimere un parere vincolante sulla realizzazione delle operazioni in conflitto o anche solo sull'adeguatezza dei presidi e degli strumenti utilizzati dalla SGR per gestire i conflitti di interessi relativi ad una specifica operazione.

dell'Assemblea dei Partecipanti), prevedendo però un'efficacia solo obbligatoria (e non anche vincolante) dei pareri rilasciati in materia.

Maggiori margini di ingerenza, invece, sembrerebbero sussistere in relazione al riconoscimento di poteri vincolanti rispetto alla “scelta del gestore”, vale a dire sia della SGR, che gestisce il patrimonio del fondo, che degli eventuali *advisors*²²⁹ o soggetti delegati alla gestione di parte del portafoglio del fondo, che dei principali componenti del management della SGR che si occupano della gestione del fondo.

Se, rispetto alla sostituzione della SGR, soccorre direttamente l'art. 37, comma 2-*bis* del D.lgs. n. 58/1998 (che rimette alla competenza dell'Assemblea dei Partecipanti del fondo chiuso l'assunzione di delibere vincolanti in merito), con riferimento agli altri soggetti coinvolti nell'attività di gestione ciò sembra comunque derivare dal fatto che possono essere affidati a tali *outsourcer* tecnici compiti molto rilevanti, che possono ad esempio riguardare (i) l'analisi dei mercati in cui il fondo investe, (ii) la gestione strategica ed organizzativa del fondo a supporto delle decisioni del Consiglio di Amministrazione della SGR, (iii) l'amministrazione e gestione del patrimonio del fondo, (iv) l'assistenza tecnica alla struttura direzionale ed organizzativa della SGR. Si tratta, in altri termini, di consentire ai quotisti non già di influire sulle singole scelte di impiego del patrimonio, ma solo di consentire agli stessi di scegliere i soggetti cui delegare l'investimento del proprio patrimonio.

Allo stesso modo, la capacità della SGR e del suo *management* di dedicarsi all'attività di gestione in modo sostanzialmente esclusivo rappresenta un fattore di interesse specifico per i partecipanti, proprio perché, come detto più sopra, la professionalità del gestore è uno degli elementi che guida la scelta di investimento.

Sembrerebbe, perciò, possibile assegnare ai quotisti il potere, anche vincolante, di approvare le decisioni della SGR relative all'affidamento, alla revoca o alla modifica

229 A volte, sia nella fase di promozione che in quella di gestione del fondo, la SGR è coadiuvata da una o più società di consulenza alle quali vengono delegate una o più funzioni dell'attività del fondo come l'individuazione e la scelta delle opportunità di investimento, il monitoraggio delle imprese partecipate o le decisioni relative al disinvestimento. Generalmente il contributo di *advisor companies* è richiesto quando gli investimenti sono effettuati presso realtà territoriali diverse da quella in cui opera il fondo e per le quali le società di consulenza dispongono di conoscenze più approfondite.

degli incarichi di tali *outsourcer* o alla nomina di *managers* che vadano a sostituire quelli inizialmente presenti in fase di sottoscrizione delle quote o, ancora, all'istituzione di nuovi fondi in concorrenza con quello in fase di investimento. Per tale via, ferma restando la responsabilità della SGR, si riconoscerebbe ai quotisti il potere di influire sull'individuazione del soggetto chiamato ad amministrare ordinariamente il patrimonio del Fondo, impedendo la nomina di soggetti non graditi o che, comunque, si ritengano non in grado di favorire il perseguimento degli obiettivi prefissati dal quotista.

Nei regolamenti dei fondi, perciò, tale aspetto trova una sempre maggiore emersione, secondo forme e gradi di incisività che risentono delle dimensioni della SGR, della natura *captive* o indipendente di questa e della numerosità delle risorse coinvolte nell'attività di gestione.

Sotto altro profilo deve rilevarsi la possibilità di prevedere nell'ambito del regolamento un flusso documentale e di reportistica, a favore dei quotisti, costante e superiore rispetto a quanto normativamente previsto, in modo da garantire la piena e tempestiva informativa degli stessi, il monitoraggio dell'andamento del fondo e del raggiungimento degli obiettivi prefissati. Più in particolare, accanto all'informativa contabile (relazione semestrale e rendiconto di gestione), messa a disposizione da parte della SGR, il regolamento del fondo potrebbe prevedere, ad esempio, che la SGR debba presentare, periodicamente e comunque almeno trimestralmente all'*Advisory Committee* un *report* relativo, fra l'altro: (a) agli eventi sopravvenuti che impattano in maniera rilevante sull'attività di gestione del fondo; (b) all'andamento generale della gestione del fondo.

In tal modo, sembrerebbe possibile assicurare un controllo compiuto dell'attività e delle scelte di gestione, pur non introducendo alcuna forma di ingerenza diretta sulle stesse²³⁰.

A ben vedere, gli strumenti di monitoraggio e controllo da ultimo indicati (vale a dire l'informativa ai quotisti e la previsione regolamentare di pareri preventivi non

230 Ove costituito, il Comitato Consultivo si pone quale organo competente per ricevere e valutare l'informativa in questione.

vincolanti) possono acquisire una rilevante funzione di riequilibrio del potere gestionale della SGR, specie laddove congiunti con il rafforzamento del potere di sostituzione della medesima riconosciuto all'assemblea dei partecipanti dalla vigente normativa²³¹.

(segue) l'Assemblea dei Partecipanti

Ai sensi del già richiamato art. 37 del D.lgs. n. 58/1998, i partecipanti ai fondi chiusi, anche riservati, si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la SGR. Le competenze assegnate alle Assemblee dei Partecipanti tendono a rimanere tendenzialmente minimali, sia per la relativa complessità della gestione dell'organo assembleare (ancor più a seguito della emersione di classi di quote differenti a cui sono riconnessi diversi diritti amministrativi²³²), sia per la maggiore celerità e capacità tecnica e di relazione dell'*Advisory Committee*, che consente una migliore relazione con la SGR e meglio rappresenta le istanze degli investitori terzi rispetto alla SGR ed alle parti a questa collegate.

Il regolamento dei fondi si limita, in questo quadro, a definire le regole di convocazione, presidenza, partecipazione e funzionamento dell'Assemblea dei Partecipanti²³³, prevedendo usualmente sia la possibilità di svolgere le riunioni in

231 In altre parole, (i) mantenendo basso il quorum necessario a deliberare la sostituzione della SGR, (ii) dettagliando efficacemente le ipotesi di sostituzione della SGR per giusta causa o giustificato motivo, ricomprendendovi, ad esempio, il contrario avviso della SGR rispetto ai pareri (anche non vincolanti) resi dal Comitato Consultivo o il mancato rispetto dei piani previsionali forniti ai quotisti, (iii) introducendo nel Regolamento il potere di procedere alla sostituzione della SGR anche in assenza di giusta causa o giustificato motivo, dietro corresponsione di un'indennità alla stessa, potrebbe di fatto esercitarsi un'influenza notevole sulla SGR, pur mantenendo in capo alla medesima titolarità e responsabilità delle funzioni gestorie.

232 In tali ipotesi, la soluzione più diffusa nella prassi sembra essere quella di riservare la partecipazione all'Assemblea dei Partecipanti del fondo solo ai quotisti "ordinari", prevedendo che le proposte di delibere che possano recare pregiudizio alle prerogative di una o più classi di quote devono essere approvate anche dalle assemblee speciali dei titolari di tali classi di quote.

233 In concreto, la definizione delle regole di funzionamento dell'Assemblea dei Partecipanti potrà rappresentare uno strumento di preferenza di una categoria di partecipanti rispetto alle altre, in considerazione delle maggioranze richieste per le singole votazioni (si pensi, ad esempio, alla possibilità o meno per i partecipanti collegati alla SGR di votare sulle proposte di sostituzione della SGR).

audio-video conferenza che quella di procedere alla consultazione per iscritto²³⁴, senza necessità di convocazione fisica dei partecipanti.

Merita sottolineare, nell'ottica della ricostruzione degli equilibri di potere fra la SGR ed i quotisti, che la competenza primaria per la convocazione dell'organo assembleare è comunque rimessa al Consiglio di Amministrazione della SGR, anche se su richiesta dei partecipanti. Solo in via sussidiaria tale competenza spetta ai rappresentanti dei quotisti.

(segue) l'*Advisory Committee*

L'*Advisory Committee* (o Comitato Consultivo) è un organo di *governance* che opera nei limiti delle competenze ad esso attribuite dal regolamento del fondo, per solito previsto laddove si intenda garantire un livello più accentuato di intervento dei quotisti nella gestione del patrimonio del fondo, come tipicamente nei fondi chiusi riservati²³⁵.

Il funzionamento di tale organo, cui la SGR deve richiedere l'espressione dei pareri previsti dal regolamento del fondo (ad esempio per il superamento delle soglie "basse" dei limiti di investimento), è disciplinato normalmente attraverso un regolamento interno adottato nella prima riunione del comitato stesso.

I componenti del Comitato Consultivo sono normalmente indicati dai partecipanti al fondo fra soggetti dotati di competenza specifica, secondo un criterio di

234 A tal fine la SGR: (a) invia a tutti i partecipanti al fondo l'ordine del giorno della consultazione e le relative proposte di deliberazione corredate dalle motivazioni e dall'illustrazione delle stesse, fissando un termine per la ricezione della dichiarazione di approvazione o di rifiuto della proposta; (b) acquisisce per iscritto le approvazioni e i rifiuti dei partecipanti; i partecipanti che non abbiano fatto pervenire entro il termine indicato la comunicazione di voto alla SGR sono considerati come astenuti rispetto alla proposta o alle proposte di cui all'ordine del giorno. Ad esito della procedura, la SGR comunica a tutti i titolari delle quote l'esito della consultazione per iscritto.

235 Fino alla nomina dell'*Advisory Committee*, così come in ogni caso di vacanza successiva dell'organo, il regolamento può prevedere che la SGR, in relazione alle materie attribuite alla competenza di questo, sia tenuta a richiedere il preventivo parere scritto dei partecipanti che, alla data della consultazione, avrebbero diritto a nominare i membri dello stesso *Advisory Committee*. In questo modo si minimizza il rischio che il ritardo nella costituzione dell'organo di governance, tecnico o doloso che sia, possa consentire l'adozione di scelte gestionali senza il previsto intervento di controllo dei partecipanti.

proporzionalità rispetto alle quote possedute o attribuendo un peso specifico ad alcune tipologie di quotisti (tipicamente quelli che hanno effettuato i maggiori investimenti), in modo non dissimile da quanto può avvenire per la nomina dei componenti del Consiglio di Amministrazione di una società di capitali.

Nelle esperienze più risalenti, la nomina del comitato in oggetto veniva rimessa all'assemblea dei partecipanti o, comunque, alla stessa era rimessa la scelta di una porzione significativa dei componenti il comitato stesso.

La prassi più recente, al contrario, esclude di norma la partecipazione dell'organo assembleare alla procedura di nomina, revoca o sostituzione dell'*Advisory Committee*, prevedendo l'intervento diretto dei quotisti o di alcune classi di questi. Inoltre, si va tendenzialmente perdendo l'indicazione del numero massimo di partecipanti all'organo, prevedendo esclusivamente una composizione minima, sempre in numero dispari.

Tipicamente, ove è prevista nel regolamento la figura dei c.d. *Core Investors* (perché destinatari di una specifica classe di quote o perché legata al raggiungimento di soglie dimensionali di investimento in quote ordinarie)²³⁶, ciascuno di essi – ovvero i maggiori fra questi, fino a concorrenza dell'eventuale numero massimo di soggetti da nominare – ha diritto di nominare un membro del comitato²³⁷ e di rimuoverlo in qualsiasi momento²³⁸.

In considerazione delle informazioni di cui i membri dell'*Advisory Committee* possono disporre (e, per tutte, la conoscenza delle operazioni di investimento che la SGR

236 Si tratta, come detto più sopra nel testo, di investitori terzi rispetto alla SGR ed ai soggetti a questa comunque collegati.

237 Qualora i componenti espressi dai *Core Investors* (i) non siano sufficienti a integrare il numero minimo di componenti richiesti per la costituzione dell'*Advisory Committee*, o (ii) siano sufficienti ad integrare la composizione minima, ma siano in numero pari, i membri ancora da eleggere o l'ulteriore membro necessario a raggiungere il numero dispari, possono essere espressi dai partecipanti, diversi dai *Core Investors* o dagli *Sponsors*, che, singolarmente, risultino titolari del maggior numero di quote o dall'Assemblea dei partecipanti.

238 Anche in caso di dimissioni o decadenza, chi aveva proceduto alla nomina ha, di norma, il diritto di nominare direttamente il nuovo membro in sostituzione. Il regolamento può prevedere la decadenza del membro dell'*Advisory Committee* dalla relativa carica, tra l'altro, in caso di (i) perdita degli eventuali requisiti soggettivi previsti, o (ii) perdita del diritto da parte del soggetto che lo aveva nominato (ad esempio perché il *Core Investor* si è reso inadempiente agli obblighi di versamento).

intende effettuare con il patrimonio del fondo), all'atto dell'assunzione della carica viene usualmente richiesto agli stessi di assumere impegni di riservatezza in relazione a tutte le informazioni, documenti, atti e notizie ricevuti o conosciuti in connessione con la carica ricoperta. Tali impegni, idealmente, dovrebbero vincolare il membro sia nei confronti dell'esterno, sia anche rispetto al *Core Investor* che lo ha nominato.

(segue) le *key man clauses* e le situazioni di blocco

Il regolamento del fondo, per garantire agli investitori la priorità della gestione del fondo rispetto ad altre attività della SGR, può prevedere che fino alla scadenza del periodo di richiamo degli investimenti o, comunque, fino a quando una percentuale significativa delle sottoscrizioni non sia stata richiamata ed investita:

- la SGR non possa promuovere e/o gestire altri fondi comuni di investimento o solo altri fondi con una politica d'investimento simile a quella del fondo di cui si discute;
- ciascuno dei *managers* debba prestare, in via prevalente o esclusiva, la sua attività a favore della SGR, dedicandola all'amministrazione del patrimonio del fondo e degli investimenti dello stesso, in via esclusiva o in con determinate proporzioni minime rispetto al tempo impiegato nell'attività di gestione di altri fondi preesistenti;

Qualora un *manager*, in carica cessi per qualsiasi ragione di lavorare per la Società di Gestione ovvero cessi di dedicare il proprio tempo e impegno lavorativo alle attività del Fondo, secondo i termini indicati in precedenza, il regolamento può prevedere – ferma la libertà del consiglio di amministrazione della SGR di sostituirlo, nominando un nuovo soggetto, agli effetti della struttura organizzativa interna della SGR – l'assunzione della qualifica di manager (e, quindi, tra l'altro, la possibilità di ricevere le quote dell'eventuale classe speciale di quote destinata a tali soggetti) sia subordinata al preventivo parere favorevole e vincolante dell'*Advisory Committee* o dell'Assemblea dei partecipanti.

Inoltre, proprio tenendo conto dell'impatto della professionalità del *management* sulla decisione di affidamento delle risorse finanziarie alla SGR, il regolamento potrebbe ricollegare all'uscita di determinati *managers*, nominativamente individuati, o di un certo numero di *managers* (c.d. *Key managers*) dalla SGR (e, quindi, dalla gestione del fondo), la sospensione o la conclusione anticipata del periodo di investimento del fondo e del periodo di richiamo dei versamenti. Viene così gestito il rischio che le risorse dei partecipanti vengano richiamate (se non per coprire le spese del fondo), amministrate ed investite da soggetti che non riscuotono la fiducia dei partecipanti.

La possibilità di evitare tale effetto di sospensione o decadenza del periodo di investimento è rimessa alla nomina di nuovi *managers* che abbiano ottenuto l'approvazione dei quotisti.

(segue) la sostituzione della SGR

La possibilità di sostituzione della SGR da parte dell'Assemblea dei partecipanti al fondo è, usualmente, collegata ad una serie di ipotesi tassativamente indicate nel regolamento e che rappresentano il paradigma dell'impossibilità per la SGR di continuare a svolgere il ruolo assegnato, o dell'incapacità della stessa o, ancora, della sfiducia dei partecipanti nei mezzi e nelle risorse del gestore.

Nel rispetto della normativa di legge e regolamentare applicabile, l'Assemblea dei partecipanti può deliberare la sostituzione della SGR, ferma la necessità dell'approvazione della relativa modifica del regolamento da parte della Banca d'Italia, usualmente nei seguenti casi:

- (i) in caso di liquidazione coatta amministrativa o amministrazione straordinaria o scioglimento della SGR;
- (ii) in seguito alla perdita dell'autorizzazione alla prestazione dell'attività di gestione collettiva del risparmio da parte della SGR (per decadenza o rinuncia);
- (iii) in caso di fusione o scissione o cambio del controllo sulla SGR;

- (iv) per giusta causa o giustificato motivo oggettivo, intendendosi per tali, ad esempio, danni di non lieve entità subiti dal fondo e che derivino da dolo o colpa grave della SGR nello svolgimento delle proprie attività;
- (v) senza giusta causa o giustificato motivo oggettivo, decorso un certo lasso temporale dall'avvio dell'operatività del fondo²³⁹.

A queste ipotesi, si aggiunge, di norma, quella di rinuncia da parte della SGR, che può essere motivata da una riorganizzazione aziendale che porta la società alla dismissione della linea di business che gestisce il fondo interessato.

La sostituzione della SGR è, in ogni caso, deliberata dall'Assemblea dei partecipanti e, quindi, particolare importanza assume, ai fini della fattibilità della sostituzione e dell'equilibrio degli interessi in gioco, la definizione dei quorum necessari all'approvazione di tale delibera. Inoltre, anche la previsione o meno della possibilità, per gli *Sponsors* del fondo ed i titolari delle quote che siano anche soci della SGR (o soggetti a questa collegati), di partecipare e votare in seno all'assemblea convocata per deliberare la sostituzione della SGR, incide significativamente sulle concrete capacità dei partecipanti di modificare il soggetto gestore del fondo²⁴⁰.

Nel caso in cui l'Assemblea dei Partecipanti deliberi a favore della sostituzione della SGR, i partecipanti dovranno anche provvedere a nominare la nuova SGR, determinandosi in caso contrario (così come nel caso di mancata approvazione della delibera di sostituzione da parte della Banca d'Italia) la messa in liquidazione anticipata del fondo.

In ogni caso, a decorrere dal verificarsi di uno degli eventi di sostituzione della SGR e fino a quando non sia divenuta efficace la sostituzione della nuova società di gestione, i regolamenti tendono a prevedere che la SGR sostituita non possa procedere ad alcun investimento o reinvestimento di uno o più beni del fondo, se

²³⁹ In tali ipotesi di sostituzione può essere previsto, a favore della SGR, un indennizzo pagato dal fondo.

²⁴⁰ In questo senso, un punto di equilibrio abbastanza comune è costituito, da un lato, dall'esclusione degli *Sponsors* e dei soggetti comunque collegati alla SGR dalle deliberazioni inerenti la sostituzione della SGR per giusta causa o giustificato motivo oggettivo e, dall'altro, dalla previsione di quorum particolarmente qualificati per l'approvazione della delibera, calcolati solo sui restanti partecipanti al fondo.

non previo parere favorevole dell'*Advisory Committee* o dell'Assemblea dei partecipanti, fatta eventualmente eccezione per gli atti in esecuzione di impegni già assunti in precedenza per conto del fondo.

3.5. Fondi esteri e italiani: principi ILPA e direttiva AIFM

Definite le caratteristiche normative e regolamentari della SGR e dei fondi e analizzate le clausole che vengono tipizzate nei regolamenti dei fondi per assicurare l'equilibrio effettivo degli interessi delle parti, appare opportuno soffermare brevemente l'attenzione sul confronto fra le strutture italiane e quelle internazionali, per verificare il grado di allineamento delle stesse e, quindi, la loro concorrenzialità potenziale.

3.5.1. La *best practice* di mercato: principi ILPA

In data 8 settembre 2009 l'*Institution Limited Partners Association* ("ILPA"), un'associazione nordamericana di *limited partners* che racchiude più di 220 società del settore *private equity*, ha pubblicato – sulla base degli *input* e delle risposte provenienti dai *limited partners leader* del mercato e da apposite tavole rotonde tenute tra le società aderenti all'associazione – un documento contenente una serie di principi e linee guida *standard* di mercato per i *private equity partnership agreement*.

Tali principi mirano, tra l'altro, (i) a migliorare la *governance* dei gestori dei fondi di *private equity* e (ii) ad allineare l'interesse dei gestori di tali fondi con quello dei partecipanti. In particolare l'obiettivo è di individuare un nuovo punto di equilibrio (a valle della crisi di sistema) tra gli interessi dei *General Partners* e quello delle *limited partnerships*.

I profili considerati dall'ILPA, che non riguardano le caratteristiche che distinguono i fondi di tipo infrastrutturale da quelli genericamente attivi nel *private equity*, principalmente attinenti alla durata del fondo e degli investimenti, nonché alla politica di investimento, consentono di fare utilmente riferimento ai citati principi al

fine di verificare lo stato di allineamento delle strutture di investimento italiane a quelle delle esperienze internazionali.

Ferme le peculiarità del quadro normativo interno, quello che emerge è il sostanziale adattamento delle realtà di investimento italiane a quelle internazionali, attraverso un progressivo ma tutto sommato rapido processo di elaborazione e complicazione dei testi regolamentari, soprattutto per favorire l'investimento da parte di soggetti esteri in nuove iniziative o in fondi già esistenti.

Secondo quanto indicato dall'ILPA, con riferimento alla “cascata dei pagamenti” ed ai meccanismi di distribuzione ai partecipanti dei risultati della gestione, il modello *standard* viene considerato quello c.d. “*all-contributions-preferred-return-back*” che subordina la distribuzione dell'extra rendimento del Fondo e del *carried interest* all'integrale restituzione ai partecipanti dei versamenti effettuati e del rendimento obiettivo.

In caso di utilizzo di un meccanismo di distribuzione c.d. “*deal by deal*” (in cui la cascata dei pagamenti viene gestita separatamente per ciascuno degli investimenti effettuati dal fondo), al fine di compensare il rischio dei partecipanti dovuto alla distribuzione di somme a titolo di remunerazione del *General Partner* e del *management* (in Italia della SGR e dei *managers* o soggetti coinvolti nella gestione) prima dell'integrale restituzione dei versamenti effettuati, si considera come standard di mercato il deposito di almeno il 30% dell'extra rendimento distribuito ai predetti soggetti in un *escrow account*, nonché l'inserimento della clausola di clawback.

Entrambi i meccanismi di distribuzione sono compatibili con la disciplina italiana e trovano applicazione nella prassi di mercato.

In particolare, quanto alla percentuale di *extra rendimento* spettante agli *sponsors* del fondo, alla SGR ed ai suoi *managers*, che viene tenuta in *escrow* in caso di *deal-by-deal*, si rilevano sensibili differenze in relazione al *track record* del gestore ed alla rischiosità dell'iniziativa, ferma comunque una soglia minima generalmente non inferiore al 30%.

Quanto alle *management fee*, l'ILPA raccomanda che la remunerazione del *General Partner* venga significativamente ridotta subito dopo la fine del periodo di richiamo ed all'inizio della seconda fase dell'attività del Fondo.

La prassi di mercato italiana conosce ordinariamente l'applicazione di commissioni basate, nel primo periodo di vita del fondo, sugli importi sottoscritti dai partecipanti (indipendentemente dall'ammontare versato) e, dopo la scadenza del periodo di richiamo, sull'ammontare del patrimonio in gestione.

In relazione alle *Key Men clauses*, l'ILPA raccomanda l'inclusione di clausole che richiedano ai *Key Managers* di dedicare – almeno fino alla scadenza del periodo di richiamo o all'avvenuto investimento di determinate percentuali degli importi sottoscritti – sostanzialmente tutto il proprio tempo e impegno lavorativo alle attività del fondo, vietando lo svolgimento di attività analoghe su iniziative con politiche di investimento simili.

Nella prassi italiana, anche in considerazione del periodo in cui si colloca l'istituzione del fondo e l'approvazione del relativo regolamento, sono generalmente presenti clausole che specificano i doveri dei *Key Managers* rispetto ai fondi in gestione cui non sempre si accompagnano previsioni espresse di inibizione al coinvolgimento in iniziative analoghe da parte del medesimo gestore.

Con riguardo alla governance, le linee guida dell'ILPA raccomandano di evitare l'adozione di clausole che:

- (i) limitino la responsabilità dei *General Partners*;
- (ii) consentano al *General Partner* di decidere riguardo ad operazioni in conflitto d'interessi o con parte correlata e
- (iii) riconoscano al *General Partner* un'indennità per condotte che costituiscono un inadempimento del *partnership agreement* e la violazione di obblighi fiduciari.

Al contempo si ritiene opportuno che i Regolamenti presentino clausole che

- (i) consentano di rimuovere il *General Partner* anche in caso di una sentenza non passata in giudicato;

- (ii) prevedano che eventuali modifiche al contenuto del regolamento ed alla strategia d'investimento possano essere disposte esclusivamente previa approvazione di una maggioranza qualificata; e
- (iii) consentano ai *limited partners* di sospendere o porre fine al periodo di richiamo e rimuovere il *General Partner* o liquidare il fondo, anche senza giusta causa, attraverso un voto a maggioranza semplice o qualificata.

Inoltre, con riguardo all'*Advisory Committee*, l'ILPA individua clausole uniformi con riguardo alla composizione, formazione, ruolo e responsabilità dell'organo rappresentativo dei partecipanti.

In particolare si prevede che tale comitato sia composto da sette a dodici membri, in rappresentanza dei diversi gruppi di investitori, incentivando l'inserimento di clausole che consentano la partecipazione alle sedute del Comitato di osservatori, privi del diritto di voto, in rappresentanza di altri partecipanti. Dovrebbe essere previsto l'obbligo di richiedere la preventiva autorizzazione dell'*Advisory Committee* per l'effettuazione delle operazioni in conflitto d'interessi o con parti correlate.

La normativa italiana prevede espressamente l'attribuzione all'assemblea dei partecipanti del fondo del potere di deliberare in merito, tra l'altro, alla modifica delle politiche di investimento del fondo e alla sostituzione della SGR, rimettendo però ai regolamenti la definizione della casistica rilevante.

In questo senso, la possibilità di sostituire senza giusta causa la SGR è solitamente prevista solo decorso un periodo di 24 o 36 mesi dall'avvio dell'operatività del fondo. Inoltre, nella prassi applicativa i poteri dell'assemblea sono ordinariamente estesi all'approvazione di tutte le modifiche del regolamento e alla liquidazione anticipata del fondo.

Quanto ai comitati dei partecipanti, nei regolamenti di gestione si riscontrano diversi meccanismi di nomina, comunque orientati a garantire la partecipazione dei principali investitori. A tali comitati è ordinariamente attribuito il potere di esprimere pareri vincolanti in relazione alle operazioni in conflitto di interessi. Crescente utilizzo trovano anche le clausole che attribuiscono ai partecipanti il potere di

sospendere, o terminare, il periodo di richiamo degli impegni al ricorrere di determinati eventi individuati nel regolamento.

3.5.2. La proposta di direttiva AIFM

Nel contesto delle iniziative specificamente volte a ristabilire la fiducia nei confronti dei mercati e degli intermediari, la Commissione Europea aveva formalmente annunciato²⁴¹ una proposta di direttiva finalizzata all'introduzione di una regolamentazione delle società di gestione degli organismi di investimento collettivo del risparmio ("AIFM" – *Alternative Investment Funds Managers*), poi presentata in data 30 aprile 2009. L'originaria proposta di direttiva è stata seguita, nel novembre 2009, da un testo di compromesso predisposto dalla Presidenza svedese del Consiglio dell'UE e da un rapporto presentato dal componente della Commissione Affari Economici e Monetari, Jean-Paul Gauzès. Nel gennaio 2010 la Presidenza spagnola ha, infine, predisposto una nota comparativa delle diverse proposte²⁴².

La ragion d'essere della proposta di direttiva risiede nel carattere puramente nazionale delle diverse discipline in materia e nella diversità delle stesse, nonostante i veicoli di investimento della specie abbiano, invece, una dimensione operativa transnazionale. La direttiva riguarderebbe, così, in via residuale tutti i gestori di fondi di investimento stabiliti nella Comunità Europea²⁴³ che non siano già normati dalla disciplina sui fondi di investimento armonizzati (l'emananda direttiva c.d. UCITS IV), fondi pensione o banche, a prescindere dalla forma giuridica dell'AIFM, dal

241 Cfr. comunicazione della Commissione Europea dello scorso 4 marzo 2009, intitolata "*Driving European Recovery*".

242 Lo scorso 21 gennaio 2010 è scaduto il termine per la presentazione al Parlamento degli emendamenti alla proposta di direttiva.

243 Due sono le esenzioni *de minimis* attualmente ipotizzate: (a) AIFM che gestiscano beni per un ammontare totale non superiore a Eur 100 milioni; (b) AIFM che gestiscano beni per un ammontare totale non superiore a Eur 500 milioni a condizione che non si sia fatto ricorso alla leva finanziaria e che gli investitori siano tenuti a rispettare un periodo di *lock-up* di almeno cinque anni per ciascun AIF a partire dalla data di costituzione di ogni fondo. Il rapporto Gauzès segnala, tuttavia, l'opportunità di rimuovere il meccanismo della soglia dimensionale, proponendo l'applicazione del principio di proporzionalità.

Specifiche disposizioni della proposta di direttiva riguardano anche la tematica della commercializzazione di AIF non comunitari o gestiti da AIFM non comunitari.

domicilio e dalla struttura dello AIF gestito e dal fatto che essi gestiscano un AIF direttamente o su delega²⁴⁴.

Nella prospettiva del legislatore EU il rilascio e la conservazione dell'autorizzazione agli AIFM è subordinata al soddisfacimento di una serie di requisiti “strutturali” ed “organizzativi”, inerenti, tra l'altro:

- (a) *aspetti patrimoniali*: gli AIFM dovranno avere un capitale minimo pari ad Euro 125.000, cui va aggiunto, per gli AIFM che gestiscono beni aventi un valore superiore ad Euro 250 milioni, un patrimonio pari allo 0,02% del patrimonio gestito eccedente Euro 250 milioni;
- (b) *funzione Risk Management*: gli AIFM dovranno prevedere al loro interno sistemi di *risk management*, indipendenti rispetto alla funzione dedicata alla gestione degli AIF, in grado di identificare i profili di rischio e di assicurare che tali profili siano coerenti con le dimensioni, la struttura del portafoglio gestito, le strategie e, in ultima istanza, il regolamento degli AIF gestiti;
- (c) *gestione della liquidità*: viene introdotto l'obbligo generale degli AIFM di dotarsi di appropriati sistemi di gestione della liquidità, coerente con il regolamento del fondo;
- (d) *conflitti di interessi*: eventuali conflitti di interessi tra l'AIFM e gli investitori, ovvero tra i vari investitori, debbano essere identificati, evitati per quanto possibile attraverso l'introduzione di efficaci strutture organizzative e

244 La disciplina, quindi, sarà applicabile anche alle SGR italiane che gestiscano fondi chiusi immobiliari, di *private equity*, infrastrutturali, etc, che sono tuttavia già oggi soggette ad una disciplina in larga parte più stringente di quella di armonizzazione minima. Il fine ultimo della proposta di direttiva è, quindi, assicurare un'armonizzazione normativa su scala comunitaria, al fine di consentire la vigilanza su queste entità ed agevolarne la commercializzazione. Si consideri, infatti, che al di là di quanto avviene in Italia, dove i gestori collettivi, anche di prodotti non UCITS, sono tutti soggetti a regole di autorizzazione, organizzazione, prudenziali e di comportamento, a tutela del bisogno di protezione della clientela, non c'è, allo stato, in molti degli ordinamenti europei, alcun meccanismo di efficace supervisione dei rischi che – sotto il profilo creditizio, della liquidità e della protezione degli investitori – sono correlati a questi investimenti “alternativi”.

La disciplina della quale la proposta di direttiva si fa portatrice è piuttosto vasta e complessa. Qui si vuole dare atto solo di taluni specifici aspetti, per quanto concerne i soggetti destinatari della nuova regolamentazione, i requisiti strutturali, i requisiti organizzativi e le norme di comportamento, al fine di evidenziare il percorso di tendenziale avvicinamento della normativa europea alla posizione già ad oggi prevista dalla disciplina di settore italiana.

amministrative che segreghino le posizioni configgenti e – ove i conflitti permangano nonostante tali misure – chiaramente e precisamente comunicati agli investitori;

- (e) *valutazione degli assets*: al fine di garantire una corretta valutazione degli *assets* gestiti, è previsto che l'AIFM nomini un esperto indipendente incaricato di determinare, secondo procedure appropriate in relazione alla composizione del portafoglio da esaminare e sulla base di regole di valutazione e calcolo introdotte a livello nazionale, il valore netto delle quote degli investitori negli AIF;
- (f) *banca depositaria*: similmente a quanto già previsto nella normativa UCITS (e, in generale, per tutti i fondi comuni di diritto italiano), è previsto che gli AIFM debbano obbligatoriamente depositare i pagamenti ricevuti e i beni degli AIF in gestione presso un depositario vigilato²⁴⁵, che è tenuto ad agire in maniera indipendente e nell'esclusivo interesse degli investitori nell'AIF;
- (g) *deleghe di gestione*: è previsto che il delegato debba essere un soggetto autorizzato e debitamente vigilato. Non è inoltre ammessa la possibilità di sub-delega;
- (h) *remunerazione*: la Proposta del Consiglio introduce l'obbligo per i gestori di adottare politiche e pratiche in tema di remunerazione in linea con il principio di proporzionalità e, pertanto, coerenti con la natura, le dimensioni e la complessità delle attività dei gestori e dei fondi gestiti. Tale Proposta stabilisce inoltre anche alcuni requisiti di trasparenza come l'obbligo di indicare l'importo totale della retribuzione per l'esercizio finanziario annuale;

Da notare, in particolare, che la proposta di direttiva si modella sulla presunzione che gli AIF siano destinati unicamente a investitori professionali ex MiFID,

²⁴⁵ Il rapporto Gauzès afferma un principio generale per cui, a prescindere dalla domiciliazione del fondo, il depositario deve avere la sede legale all'interno dell'Unione Europea. Quando il fondo è domiciliato nell'Unione Europea, il depositario deve, inoltre, avere la sede legale nello Stato membro in cui il fondo è domiciliato, come indicato nella Proposta del Consiglio. Diversamente, quando il fondo non è domiciliato all'interno dell'UE, il principio generale può essere derogato in presenza di determinate condizioni.

prevedendo che, salvo possibili opzioni puramente nazionali, la commercializzazione a livello europeo degli AIF sia possibile solo nei confronti di tali soggetti.

In aggiunta a quanto sopra, la proposta di direttiva introduce regole speciali per gli AIFM che gestiscono AIF (i) facenti ampio ricorso alla leva finanziaria²⁴⁶, e (ii) che detengono partecipazioni di controllo in società²⁴⁷.

Più in particolare, la proposta di direttiva assoggetta a una speciale disciplina gli AIFM che gestiscono AIF che, individualmente o in aggregato, abbiano acquisito almeno il 30% dei diritti di voto in una società domiciliata nella Comunità Europea, ovvero che possono acquisire una tale partecipazione in virtù di accordi con altri AIFM²⁴⁸ (c.d. influenza di controllo). In tali ipotesi gli AIFM sono tenuti a rendere noto: (a) alle società, ai loro azionisti ed ai loro dipendenti, il fatto che essi posseggono una tale partecipazione di controllo, la *policy* seguita per evitare l'insorgere di conflitti di interessi tra l'AIFM e la società e quella relativa alle comunicazioni esterne, con particolare riguardo ai dipendenti²⁴⁹; e (b) agli investitori, le strategie, le prospettive di sviluppo e i rischi correlati alle società in cui l'AIFM esercita un'influenza di controllo, nonché i metodi contabili utilizzati e la loro struttura di capitale.

246 Tra le previsioni che afferiscono gli AIFM che fanno sistematicamente ricorso a operazioni con un'alta leva finanziaria vanno menzionati gli obblighi di trasparenza, verso gli investitori e le Autorità di vigilanza, specificamente riferiti al livello di leva finanziaria e il potere della Commissione di adottare norme che limitino la leva consentita agli AIFM al fine di garantire la stabilità e l'integrità del mercato.

247 Gli AIFM attivi nel settore del private equity sono gli evidenti destinatari del secondo insieme di regole speciali. La Commissione ha espressamente spiegato che l'introduzione di queste previsioni mira ad arginare i rischi specifici dei fondi di *private equity* che “*in ragione delle loro strategie di investimento e dell'uso diverso della leva finanziaria rispetto ai fondi speculativi, non contribuiscono ad aumentare i rischi di macro-supervisione. Essi hanno sperimentato problemi in relazione alla disponibilità di credito e alla salute finanziaria delle società da essi gestite. L'impossibilità di ottenere finanziamenti con leva finanziaria ha significativamente ridotto l'attività di buy-out e risulta che diverse società, prima oggetto di leverage buy-outs, abbiano difficoltà a reperire fonti di finanziamento alternative*” (p. 3 del documento della Commissione).

248 La proposta di direttiva prende in considerazione unicamente le partecipazioni in società che non siano piccole-medie imprese.

249 Sono poi dettate previsioni sulle informazioni specificamente da fornire alle società quotate (ad esempio in materia di OPA) e a quelle non quotate (ad esempio in relazione ai progetti di sviluppo), i cui dettagli dovranno comunque essere chiariti dalla Commissione nella normativa di secondo livello.

3.6. F2i SGR S.p.A. ed Il Fondo Italiano per le Infrastrutture

F2i Sgr S.p.A.²⁵⁰, iscritta dal luglio 2007 nell'albo delle società di gestione del risparmio tenuto presso la Banca d'Italia, è stata costituita nel gennaio 2007 dalla Cassa Depositi e Prestiti, Unicredit, Biis – Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo (del gruppo Banca Intesa-SanPaolo), 7 fondazioni bancarie (Fondazione Cariplo, Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Fondazione Monte dei Paschi di Siena, Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, Fondazione Cassa di Risparmio in Bologna, Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, Fondazione Cassa di Risparmio di Forlì), Inarcassa (Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri e architetti liberi professionisti) e CIPAG (Cassa previdenza e assistenza dei geometri liberi professionisti).

Prima dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio, hanno fatto il loro ingresso nel capitale di F2i SGR S.p.A. le due banche d'affari internazionali, *Lehman Brothers* e *Merril Lynch*, attraverso dei veicoli dei relativi gruppi. Recentemente, a seguito delle note vicende che hanno interessato il gruppo *Lehman Brothers*, questa è uscita dal capitale della SGR, con un'operazione di cessione delle azioni della SGR a favore di altri azionisti e della stessa SGR. A tali fini, l'assemblea dei soci della F2i SGR ha provveduto a modificare lo statuto della società e la clausola di *lock-up* nello stesso contenuta²⁵¹.

La F2i SGR è amministrata da un Consiglio di Amministrazione, cui compete la responsabilità ultima delle scelte gestionali e l'approvazione degli investimenti. Il team di investimento, composto da 10 risorse, è coordinato dall'ing. Vito Alfonso Gamberale, Amministratore Delegato della società, cui rispondono anche l'Area *Operations* (7 risorse) e l'Area *Investor Relations* e Partecipazioni (3 risorse).

La struttura organizzativa è completata dal Collegio Sindacale e dalle funzioni di controllo (*compliance*, gestione rischi e *internal audit*), affidate a collaboratori esterni o in outsourcing e che fanno capo al consiglio di amministrazione di F2i SGR. La SGR

²⁵⁰ Le informazioni ed i dati del presente paragrafo sono tratti da www.f2isgr.it.

²⁵¹ Ad oggi, pertanto, il capitale sociale della SGR risulta così suddiviso: Cassa Depositi e Prestiti di 14,3%, Unicredit 14,3%, Biis 14,3%, Merrill Lynch 14,3%, le 7 fondazioni bancarie 22,7%, Cipag 5,71%, Inarcassa 3,62% e la stessa SGR con circa il 10,6% delle proprie azioni.

si è dotata anche di un modello di organizzazione e controllo ai sensi del D.lgs. n. 231/2001, con un organismo di vigilanza composto da 3 membri.

Il processo di investimento della F2i SGR prevede la partecipazione di un Comitato Investimenti, deputato ad esaminare e valutare le proposte di investimento presentate dal *management* di F2i SGR e, in caso di approvazione, a sottoporle al Cda per la delibera finale. Il comitato investimenti è composto da 7 membri, 3 dei quali fanno parte del team investimenti di F2i; gli altri 4 sono nominati dal Cda della SGR tra professionisti esperti di infrastrutture.

Nell'agosto 2007 la Banca d'Italia ha approvato il regolamento del fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, denominato "F2i – Fondi Italiani per le Infrastrutture", istituito e gestito dalla F2i SGR S.p.A. e dedicato esclusivamente ad investimenti nel settore delle infrastrutture: trasporto, utilities e trasporto di elettricità e gas, media e reti di telecomunicazione, produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, servizi pubblici locali e infrastrutture sociali.

La politica di investimento di F2i mira a creare un portafoglio diversificato di partecipazioni in società attive in tutti i settori infrastrutturali, prevalentemente in Italia. I settori di investimento del fondo includono, tra l'altro:

- infrastrutture di trasporto, persone e merci: porti, aeroporti, autostrade, interporti, ferrovie e terminal ferroviari, ecc.;
- reti di trasporto e distribuzione di elettricità, gas e acqua, nonché depositi di stoccaggio;
- reti di telecomunicazione e media;
- impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e tradizionali;
- sanità, servizi pubblici locali e infrastrutture sociali;
- attività correlate alle categorie di cui sopra.

Il fondo investe prevalentemente in società italiane che gestiscono infrastrutture esistenti (*brownfield*) con flussi di cassa già consolidati, più precisamente, il fondo opererà tramite l'acquisizione di quote di maggioranza o di minoranza qualificata,

che consentano di esercitare un ruolo di rilievo nella *governance* delle società partecipate, con l'obiettivo di creare valore durevole, nonché stabili e solidi ritorni.

La maggior parte degli *asset* infrastrutturali è caratterizzata da tariffe regolamentate, la cui evoluzione è legata a specifici parametri come il recupero di efficienza e l'inflazione. Il regolamento del fondo prevede i seguenti criteri di diversificazione del portafoglio e limiti di investimento:

- gli investimenti in una singola società o in società appartenenti a uno stesso gruppo non possono superare il 15% dell'ammontare del fondo, come limite "base" ed il 20% come limite massimo;
- gli investimenti "greenfield": non possono superare complessivamente il 20% dell'ammontare del fondo, come limite "base" ed il 25% come limite massimo;
- gli investimenti in Stati Membri dell'Unione Europea, diversi dall'Italia, non possono superare nel complesso il 20% dell'ammontare del Fondo, come limite base ed il 25% come limite massimo;
- gli investimenti in strumenti finanziari quotati non possono superare complessivamente il 30% dell'ammontare del Fondo, come limite "base" ed il 40% come limite massimo, salvo successiva operazione di *delisting*.

Il periodo di investimento si concluderà a fine febbraio 2013, salvo estensione per ulteriori massimi due anni. L'orizzonte temporale complessivo è di 15 anni, con scadenza del fondo al 31 dicembre 2024.

Nel dicembre 2007, la SGR ha effettuato il primo *closing* della raccolta del fondo, avviando contestualmente l'operatività del fondo. A tale data, il patrimonio del fondo, calcolato sugli impegni di sottoscrizione, era pari ad Euro 1,55 miliardi, principalmente raccolti sul mercato italiano e fra i soci della SGR ed i soggetti del loro gruppo, quali *Sponsors* del fondo. Nel febbraio 2009, alla scadenza del periodo di sottoscrizione delle quote previsto dal regolamento del fondo, F2i SGR ha effettuato l'ultimo *closing*, per una raccolta complessiva di Euro 1, 852 miliardi. Gli investitori, a seconda delle diverse classi di quote sottoscritte, si suddividono in tre principali categorie:

- Gli *Sponsors*, a cui sono riservate le quote di classe “A” del fondo, per totali Euro 938 milioni;
- Gli Investitori terzi (“*limited partners*”), che hanno sottoscritto le quote di classe “B” del fondo, per totali Euro 906 milioni, dei quali 610 milioni da parte di c.d. *Core Investors* (cioè investitori con una partecipazione minima al fondo di 60 milioni di Euro).
- Il *Management* di F2i SGR che - per condividere i rischi degli investimenti con gli altri investitori – ha sottoscritto un’ulteriore categoria di quote, le quote di classe “C”, aventi complessivamente un controvalore di circa Euro 8 milioni, riservate a tali soggetti e agli *Sponsors*. In particolare, il 35% circa di tali quote C sono state sottoscritte dal *Management* della SGR ed il restante 65% circa dagli *Sponsors*.

Ad esito dell’ultimo *closing*, la partecipazione al fondo è così suddivisa, per classi di investitori:



Il regolamento del fondo prevede due organi di governance, oltre l’Assemblea dei partecipanti, composti da soggetti nominati dagli investitori titolari delle quote di classe B del fondo: l’*Advisory Committee* e il Comitato Conflitti.

L’*Advisory Committee* è composto da autorevoli esponenti del mondo industriale e finanziario italiano e internazionale, nominati direttamente dai *Core Investors*. L’*Advisory Committee* esprime al Consiglio di Amministrazione della F2i SGR il

proprio parere in alcuni casi previsti dal regolamento del fondo, anche a supporto delle politiche di gestione. In talune fattispecie il parere è obbligatorio e vincolante, come per la sostituzione di un *Key Manager* e per il superamento di alcuni vincoli di politica di investimento del Fondo. Al riguardo, l'*Advisory Committee* approva, in particolare, le deroghe necessarie al superamento delle soglie “base” dei limiti di investimento.

Il Comitato Conflitti è, invece, un comitato interno all'*Advisory Committee*, a composizione ridotta, chiamato a esprimere pareri vincolanti al Consiglio di Amministrazione della F2i SGR circa operazioni in conflitto di interesse e operazioni con parti correlate che coinvolgono il patrimonio del fondo.

A oggi l'ammontare del fondo impegnato nel portafoglio di partecipazioni in essere, inclusi gli investimenti in corso di chiusura, con accordi vincolanti già sottoscritti, è pari a circa 550 milioni di Euro (circa il 30% del totale fondo). Il portafoglio esistente chiarisce il target di investimento del fondo e le modalità operative:

	> Alerion Clean Power Settore: energia rinnovabile Data investimento: ottobre 2008 Quota acquisita: 15,7% Status: in portafoglio
Enel Stoccaggi	> Enel Stoccaggi Settore: stoccaggio gas Data investimento: settembre 2008 Quota acquisita: 49,0% Status: in portafoglio
	> Infracis Settore: autostrade Data investimento: gennaio 2009 Quota acquisita: 26,0% Status: in portafoglio
HFV	> HFV Settore: energia rinnovabile Data investimento: aprile 2009 Quota acquisita: 49,8% Status: in portafoglio
	> Interporto Rivalta Scrivia Settore: infrastrutture logistiche Data investimento: maggio 2009 Quota acquisita: 22,7% Status: in portafoglio
	> Enel Rete Gas Settore: distribuzione gas naturale Data investimento: settembre 2009 Quota acquisita: 60,0% Status: in portafoglio

4. Considerazioni conclusive

Nel corso del presente lavoro si è tentato di evidenziare come le infrastrutture non solo rappresentino un elemento fondamentale di competitività e di crescita economico-sociale, ma anche un settore in continuo sviluppo cui si riconnetterà, anche nei prossimi anni, una sempre maggiore domanda di risorse finanziarie.

In tale contesto, la componente di derivazione privata di tali risorse, per esigenze di bilancio pubblico e di efficienza concorrenziale, è destinata ad aumentare in modo più che proporzionale, con il conseguente incremento di forme di collaborazione fra i soggetti pubblici e gli investitori privati.

Come visto, l'interesse dei privati nel settore delle infrastrutture non è limitato alla componente prettamente "industriale" di partecipazione all'iniziativa, ma si estende anche a valutazioni di carattere "finanziario". Mentre la prima componente è la motivazione più tradizionale dell'intervento dei privati nel settore in discorso, la seconda è frutto dell'acquisita consapevolezza, in tempi più recenti, della valenza dell'*asset* infrastrutturale come strumento "non correlato" per la diversificazione del rischio di portafoglio e l'ottimizzazione del rendimento di medio-lungo periodo. Quanto precede spiega le ragioni dell'interesse degli investitori istituzionali per il settore; da questo interesse, se adeguatamente canalizzato, può discendere l'apporto di risorse finanziarie fondamentali per lo sviluppo del settore stesso.

Il funzionamento di questo circolo virtuoso, tuttavia, passa per la creazione di strumenti che consentano a tali investitori istituzionali di accedere ad un mercato che, seppure astrattamente interessante, è caratterizzato da una elevata settorializzazione e specializzazione e che richiede, pertanto, una particolare professionalità ed un dimensionamento patrimoniale adeguato.

Alle esigenze di cui sopra risponde l'istituzione dei veicoli di investimento collettivo del risparmio dedicati e l'affidamento della gestione degli stessi a soggetti professionali, in grado di indirizzare detti patrimoni nell'investimento infrastrutturale mediante la partecipazione alle (ed il contributo attivo nella strutturazione delle) operazioni con cui tipicamente le infrastrutture sono realizzate, vale a dire PPP in

project financing, assicurando le competenze ed i *network* di conoscenze locali che sono a tal fine indispensabili.

Il veicolo di investimento collettivo del risparmio diviene, allora, il soggetto che aggrega le risorse e le motivazioni dei potenziali partecipanti, con l'obiettivo istituzionale di ricercare ed effettuare operazioni di investimento infrastrutturale. In queste operazioni – realizzate come detto in *project financing* – al veicolo di investimento collettivo spetta il ruolo di promotore, che si connota tuttavia per la molteplicità degli interessi e delle istanze complessivamente rappresentati.

In queste strutture di investimento, infatti, partecipano soggetti diversi, le cui motivazioni non sono unitariamente ricostruibili, perché vanno al di là del comune interesse alla massimizzazione del rendimento dell'investimento. Se tale è, infatti, la motivazione tipica ed assorbente che accomuna i partecipanti ai veicoli di investimento collettivo del risparmio di tipo “*retail*”, destinati ad investitori non esperti, con basse esigenze di controllo e con rischio individuale contenuto, nel caso in esame i partecipanti, per loro natura e caratteristiche, sono portatori di interessi ulteriori e tra loro differenti. È cioè presente una componente di motivazione “industriale”, che vede nella partecipazione al veicolo la possibilità di accedere ad occasioni di co-investimento o, comunque, legate al *business* tipico (per esempio, contratti di *advisory*, di fornitura, di finanziamento, etc.); una componente di motivazione “pubblica”, che punta ad obiettivi di interesse sociale ed alla valorizzazione della dotazione infrastrutturale nazionale; e, infine, la già richiamata componente “finanziaria” che, pur puntando alla massimizzazione del rendimento, si qualifica per le esigenze di monitoraggio che sono proprie degli investitori evoluti.

Tutti i partecipanti al veicolo di investimento collettivo, poi, sono qualificati anche dall'interesse a controbilanciare i poteri del soggetto gestore, per limitare il conflitto di interessi naturalmente sussistente con quest'ultimo, diminuire l'asimmetria informativa e gestire il *moral hazard* del gestore medesimo.

Dall'efficacia della risposta a tali esigenze dei potenziali investitori e dalla capacità di comporre e rendere equilibrati i differenti interessi delle parti coinvolte deriva il successo dell'iniziativa di commercializzazione dei veicoli di investimento di tipo

infrastrutturale e, quindi, sul piano delle concretezze, anche la possibilità che questi veicoli raccolgano risorse sufficienti a consentire lo svolgimento, da parte degli stessi, di un ruolo di volano per lo sviluppo di operazioni di *project financing* infrastrutturali.

La ricerca del citato equilibrio ha portato, nei diversi ordinamenti giuridici, all'utilizzo di forme differenti, comunque sostanzialmente riconducibili allo schema generale delle *limited partnerships* di diritto anglosassone. A questo schema tende anche la forma tipicamente utilizzata nell'ordinamento italiano, vale a dire quella del fondo comune di investimento di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, istituito e gestito da una SGR.

Il binomio SGR - fondo comune presenta, rispetto al paradigma delle *limited partnerships*, una maggiore disciplina settoriale e, quindi, correlativamente, un minore spazio per l'autonomia negoziale dei soggetti coinvolti. La disciplina, nata per rispondere anche alle esigenze di tutela degli investitori *retail*, entra nel merito delle scelte organizzative e procedurali che attengono al profilo interno del gestore e lo assoggetta anche ad una vigilanza di tipo prudenziale; inoltre, sul presupposto della "passività" del partecipante al fondo, maggiori sono anche i poteri e l'incidenza dei controlli esterni previsti dalla normativa primaria e secondaria sul fondo e sul suo gestore, rappresentati tanto dalla Banca Depositaria che dalle Autorità di Vigilanza.

Al fine di favorire l'attività di raccolta sul mercato sia domestico (aggredito anche dagli operatori stranieri) che internazionale, i regolamenti dei nuovi fondi di diritto italiano hanno tipizzato clausole che assicurano un allineamento sostanziale e significativo alle *best practices* internazionali, come si è avuto modo di dimostrare sia con l'esame concreto dei contenuti delle predette clausole regolamentari e dei possibili modi di combinazione delle prerogative e dei doveri dei soggetti coinvolti, sia anche sulla base della comparazione delle strutture italiane con i principi dell'*Institution Limited Partners Association* - ILPA. Peraltro, nell'ambito di un mercato europeo nel quale la tendenza è alla regolamentazione delle attività dei gestori di fondi alternativi (si pensi, a questo riguardo, alla proposta di direttiva AIFM), sembrerebbe anche potersi ipotizzare un progressivo avvicinamento della disciplina

di vigilanza applicabile ai gestori esteri a quella italiana, con riduzione degli arbitraggi regolamentari.

Le condizioni di cui sopra, se unite al particolare *deficit* infrastrutturale del nostro Paese ed alla rilevanza che nello stesso possono rivestire i *network* di conoscenze e i rapporti con le Pubbliche Amministrazioni, dovrebbero favorire l'istituzione di ulteriori fondi comuni di diritto italiano, specializzati nell'investimento in infrastrutture italiane, sul modello di F2i SGR e del suo fondo.

La crescita di tali fondi potrebbe avvicinare ulteriori capitali agli investimenti in *project financing* infrastrutturale, con l'effetto di incrementare le risorse disponibili e, quindi, le operazioni realizzabili in Italia.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, Circolare del 14 agosto 2000, “Finanziamenti e mutui – aspetti giuridici (pos. 1141 XX) – Project Financing”.
- AIFI, *Venture Capital, Capitale di Rischio per lo sviluppo*, Milano, 1990.
- F. Annunziata, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L’Ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, I.
- F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- A. Antonucci, *Le società di investimento a capitale variabile*, Torino, 2000.
- F. Ascarelli, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1983, I.
- A.M. Balestrieri, *Il soggetto promotore*, in *Contr. impr.*, 1996.
- F. Benatti, *Il contratto autonomo di garanzia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982, I.
- M. Bessone, *Le SGR, società di gestione del risparmio, La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita notarile*, 2002, fasc. 2.
- A. Bianconi, *Il finanziamento privato delle grandi opere*, in (I) *Contratti*, 1995.
- O. Bodini, *La corsa all’oro verde*, nel mensile *Patrimoni*, 2008, n. 107 del luglio 2008, Milano finanza.
- A. Borgoli, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d’investimento mobiliare*, in *Riv. società*, 1983.
- G. Cammarano, *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1982.
- L. Camarda, *Il project financing nella legge-quadro ed in prospettiva della legge obiettivo*, in *Nuova Rass. Leg., Dottr. e Giur.*, n. 20, 2002.
- F. Capriglione, *Riforma bancaria e scenario economico. Spunti d’indagine*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1994, I.
- F. Capriglione, *L’ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994.
- F. Capriglione, *Innovazione finanziaria ed evoluzione dell’ordinamento giuridico*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, fasc. 5.
- F. Capriglione, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004.
- F. Capriglione, *La regolamentazione del mercato dei capitali, degli intermediari finanziari non bancari e del sistema borsistico*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, I.
- F. Capriglione, *I fondi chiusi di beni d’arte*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, fasc. 4, I.
- F. Capriglione, *Intermediari Finanziari Investitori Mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008.
- F. Capriglione, *Crisi a Confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009.

- F. Caringella, G. De Marzo, *La nuova disciplina dei lavori pubblici. Dalla legge quadro alla Merloni-quater*, Milano, 2003.
- P. Carrière, *Project Financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, Padova, 1999.
- G. Carriero, *L'ambito applicativo della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica*, in *Rivista delle società*, 2005, fasc. 5, p. 1115 e ss.
- F. Cesarini, *Fondi comuni di investimento e strutture del mercato mobiliare italiano*, in *Rivista delle società*, 1983, fasc. 1-2.
- P. Ciocca, *Vigilanza: una o più istituzioni? (Intervento al convegno sul tema: "I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?", Bologna, 4 maggio 2001)*, in *Banca impresa società*, 2001, fasc. 3.
- A. Colavolpe, *Il capitale minimo delle sgr dedicate ai fondi mobiliari chiusi di "venture capital"*, in *Le Società*, 2002, fasc. 1.
- R. Costi, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1984.
- R. Costi, *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Specializzazione dei fondi comuni: profili gestionali e regolamentari*, Quaderni Assofondi, Roma, 1987.
- R. Costi – L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004.
- R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino 2006.
- E. Cotta Ramusino, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Società*, 1983.
- De Angeli e M. Oriani, *La sana e prudente gestione delle banche*, in *Bancaria*, 1995, fasc. 11.
- A. de Angelis, *Project financing: L'esperienza anglosassone in tema di realizzazione e gestione degli istituti penitenziari*, in *www.edilportale.com*.
- P. de Sury, *Considerazioni Preliminari*, in Aa.Vv., *Il Project Finance Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, Milano, 1995.
- C. Demattè, *Gli investimenti in opere e infrastrutture a fronte dei vincoli finanziari delle amministrazioni pubbliche*, in Aa.Vv., *Il Project Financing. Soggetti, Disciplina, Contratti*, a cura di C. Vaccà, Milano, 2002.
- U. Draetta, *Il Project Financing nella prassi internazionale*, in *Il Project Financing – caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1997.
- A. Fazio, *Razionalità economica e solidarietà*, Bari, 1996.
- G.F. Ferrari, *Il project financing. I principi e le procedure, i vincoli e le libertà del diritto pubblico, nella vecchia e nella nuova normativa*, in *App. Urb. Ed.*, 2002.
- G. Ferri Jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Com.*, 1992.
- P. Ferro Luzzi, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I.
- V. Gamberale, *intervento al convegno "Pubblico e privato per il rilancio delle infrastrutture"*, La Spezia, 2007, in *www.primocanale.it*.
- A. Gervasoni e A. Bechi, *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, 2007.

- A. Gervasoni e R. Del Giudice, *Il Project Financing per lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto*, Roma, 2002.
- G. Imperatori, *Il project financing: una tecnica, una cultura, una politica*, Milano, 1995.
- A. Iozzo, *Come finanziare le infrastrutture locali? Il ruolo della CDP*, EunomiaMaster, intervento in Firenze, 8 febbraio 2008.
- V. Lemma, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006.
- R. Lener, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989.
- R. Lener., *Commento sub Art. 45*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa- F. Capriglione, Padova, 1998, I.
- A. Lener, *Commento agli articoli 3 e 4 della legge 23-3-1983, n. 77*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 1984.
- P. Marchetti, *In tema di controlli sui fondi comuni*, in *Riv. società*, 1983.
- McKinsey, *Why some private equity firms do it better than others?*, in *McKinsey Quarterly*, n.1, 2005.
- G. Maresca, *Forme di project financing nella esperienza della Bers*, in *Project financing. Aspetti economici, giuridici, finanziari, fiscali e contrattuali*, a cura di W. Ternau, Milano, 1996.
- M. Miola, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2001, I.
- M. Miscali, *Project Finance ed opere pubbliche*, in Aa.Vv., *Il Project Finance Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, Milano, 1995.
- F. Montani, *Project Financing: Inquadramenti contrattuali e profili applicativi*, Napoli, 2009.
- P. Nevitt, *Project Financing*, Euromoney, 2000.
- M. Nicolai e F. Castaldo, *I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture*, in *Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio*, AIFI, Milano, 2007, n. 16, anno 4.
- M. Nicolai e F. Castaldo, *Gli Infrastructure Equity Fund*, in *Private Equity e infrastrutture*, a cura di M. Nicolai, Milano, 2008.
- G.B. Nuzzi, *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Diri. Comm. Int*, 1998.
- C. Paglietti, *Profili civilistici del project financing*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003.
- E.M. Piccirilli, *Il project financing nello scenario giuridico italiano*, in *Impr. Comm. Ind.*, 2002, n. 10.
- G. Pivato, *I fondi di investimento mobiliare aperti in Italia*, in *Riv. delle società*, 1983.
- L. Pontiroli, *Spunti critici e profili ricostruttivi per lo studio delle garanzie bancarie a prima richiesta*, in *Le garanzie contrattuali. Fideiussione e contratti autonomi di garanzia nella prassi interna e nel commercio internazionale*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1994.
- G.B. Portale, *Fideiussione e "Garantievertrag" nella prassi bancaria*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, tomo II, Milano, 1978.
- M. Ricchi, *Project financing e Floating Charge: garanzie per i finanziatori, pignoramento di beni e consistenza variabile e spossessamento cooperativo*, in *Econ. dir. terz.*, vol. I, 2005.

- R. Rismondo, *Operazioni di project financing*, dal corso specialistico in “Esperto in project financing”, anno 2004, presso il MIB School of Management di Trieste.
- E. Rocchi, *Le Società a capitale variabile*, I, Una ricognizione per modelli, Modena, 2000.
- P. Russo, *Fondi comuni di investimento mobiliare: autorizzazione del Ministro del Tesoro, decadenza dalla gestione del fondo e procedure liquidatorie*, in *Riv. società*, 1984.
- T.V. Russo, *Il project financing*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlinger, Napoli, 2007.
- W. A. Sahlman, *The Structure and Governance of Venture Capital Organizations*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 27, issue 2, 1990.
- C. Salvato, *Le operazioni di project financing: lineamenti normativi e operativi dei rapporti. Soggetti. Ruoli*, in *Il Project Financing – Caratteristiche e modelli contrattuali*, a cura di U. Draetta e C. Vaccà, Milano, 1997.
- A. Sanguinetti e R. Forte, *Le società di gestione del risparmio*, Milano, 2004.
- F.L. Sattin, *L'attività di Private Equity: definizioni, caratteristiche, prospettive con particolare riferimento alla realtà italiana*, in *Private Equity e infrastrutture*, a cura di M. Nicolai, Milano, 2008.
- M. Sepe, *Il Risparmio Gestito*, Bari, 2000.
- B. Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 55, Roma, 2002.
- B. Szego, *Commento sub. Art. 43*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
- A. Toffoletto, *Project financing e profili di diritto societario: alcune riflessioni alla luce della riforma delle società di capitali*, in *Project financing e opere pubbliche*, a cura di G.F. Ferrari e F. Fracchia, Milano, 2004.
- V. Troiano, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *L'ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2005, II.
- A. Veronelli, voce *Project financing*, in *Dig. disc. priv. sez. comm., Aggiornamento*, Torino, 2000.
- E.R. Yescombe, *Principles of Project Finance*, Academic Press, 2002.