

# Immobiliare alla prova del "PropTech": assetti di governance, operatività e temi aperti nell'era dell'innovazione digitale

Chiar.mo Prof. Antonio Gullo

---

RELATORE

Chiar.mo Prof. Antonio Nuzzo

---

CORRELATORE

Edoardo Paolini

---

CANDIDATO

CAPITOLO PRIMO  
I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE.  
DIFFUSIONE, TIPOLOGIE, CARATTERISTICHE E OPERATIVITA' NELL'ERA  
DEL *PROPTECH* E DELLA DIGITALIZZAZIONE DEL MERCATO  
IMMOBILIARE

*Sezione I. La struttura e l'operatività economica dei fondi immobiliari.*

1. Il quadro economico di un comparto in crescita.
2. Tipologie, elementi e caratteristiche dei fondi immobiliari.
  - *Le caratteristiche generali e la durata dei fondi immobiliari.*
  - *I requisiti patrimoniali.*
  - *I soggetti e le funzioni.*
  - *Le tipologie di fondi immobiliari.*
3. L'attività di investimento e la valutazione degli investimenti.
4. Il ricorso alla leva finanziaria.

*Sezione II. Il Proptech e la digitalizzazione del mercato immobiliare.*

5. Il mercato immobiliare digitale e i nuovi strumenti a disposizione di investitori e operatori.
6. Le *DLTs* come strumento di allocazione ed analisi degli *assets* immobiliari. Cenni introduttivi.
7. La *tokenizzazione* degli *assets* immobiliari. Cenni sul *crowdfunding* immobiliare.
8. Dalla digitalizzazione di immobili reali alla realizzazione di immobili digitali. L'approccio dei fondi immobiliari al mondo del cd. metaverso.
9. Il *Legal BIM*: la disciplina legale del *Building Information Modeling*. I margini di applicazione al comparto privato.

CAPITOLO SECONDO  
FONDI IMMOBILIARI: IL QUADRO NORMATIVO E SISTEMATICO DI  
RIFERIMENTO.

1. I fondi comuni di investimento. La genesi ed il quadro normativo generale di riferimento.
2. Struttura, funzionamento, assetti e tipologie dei fondi di

investimento.

- *Raccolta del patrimonio tra una pluralità di investitori*
- *La gestione in monte nell'interesse degli investitori e l'autonomia*
- *Gli investimenti in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili. La politica di investimento predeterminata*

3. I fondi comuni di investimento immobiliare. Disciplina e cenni generali.

## CAPITOLO TERZO

SOGGETTIVITA', CIRCOLAZIONE DEI BENI E REGIME DI RESPONSABILITA':  
PARADIGMI CLASSICI E SFIDE MODERNE TRA ROBOTIZZAZIONE DEL  
FONDO, NOTARIZZAZIONE DEGLI ASSETS E BLOCKCHAIN.

*Sezione I. La natura e la soggettività dei fondi di investimento. Questioni giuridiche tra paradigmi classici e impostazioni "digitali"*

1. La natura e la soggettività dei fondi comuni di investimento immobiliare.

a. *La tesi della comunione e del mandato senza rappresentanza in capo alla SGR. Le prime posizioni degli interpreti.*

b. *La tesi del fondo come patrimonio separato della SGR. Gli arresti giurisprudenziali a supporto.*

- *Cass. civ. 15 luglio 2010, n. 16605. La cd. "Sentenza Pilota".*

- *Cass. civ. 8 maggio 2019, n. 12062. Le questioni, a corollario della natura del fondo: la legittimazione processuale e la liquidazione del fondo.*

- *Le ulteriori pronunce di legittimità e di merito a sostegno della tesi del fondo quale patrimonio separato della SGR.*

c. *La tesi "alternativa" della soggettività autonoma del fondo. Gli interventi normativi, le posizioni istituzionali e le critiche dottrinali alla tesi della scissione della titolarità.*

2. Il fondo comune di investimento tra soggettivizzazione e digitalizzazione: il preludio ad un "self-driving fund"?

3. Fondo algoritmico ed SGR algoritmica tra limiti giuridici e risvolti pratici. Prospettive di superamento della dualità?

*Sezione II. Vecchi e nuovi problemi di circolazione dei beni e responsabilità.*

4. Gli assetti proprietari e la circolazione dei beni nei fondi immobiliari.

5. La digitalizzazione delle transazioni immobiliari: l'utilizzo di smart

*contracts* nell'acquisizione e dismissione di portafogli immobiliari.

6. La *blockchain* come sistema di notarizzazione e certificazione nelle transazioni immobiliari.
7. Il regime di responsabilità del fondo.

## CAPITOLO QUARTO

CARATTERISTICHE E ASSETTI DI *GOVERNANCE* TRA DIGITALIZZAZIONE, ETICA E SOSTENIBILITÀ. I FONDI IMMOBILIARI ALLA PROVA DEL *CORPTECH*, DELLA *CORPORATE SOCIAL AND DIGITAL RESPONSIBILITY* E DEI CRITERI *ESG*.

*Sezione I. La Governance dei fondi comuni di investimento immobiliare.*

1. La *Governance* della SGR. Soggetti e articolazioni.
2. I controlli ed il ruolo del depositario.
3. La *Fund Governance*. Il ruolo dell'assemblea dei partecipanti e del comitato consultivo.
4. Il regolamento di gestione del fondo.
5. Il rapporto tra la SGR, il fondo e i partecipanti.
  - a. *Il principio di separazione patrimoniale tra SGR, fondo e partecipanti. La funzione preventiva.*
  - b. *La gestione dei conflitti di interessi e i principi cui la SGR deve ispirare la propria condotta.*
  - c. *La responsabilità della SGR e del depositario.*

*Sezione II. L'avvento del Corpotech nei fondi immobiliari: tra responsabilizzazione, automatizzazione e sostenibilità.*

6. Il *Corpotech* e la diffusione di strumenti digitali nel governo delle società di gestione e dei fondi di investimento.
  - a. *Raccolta ed analisi digitalizzata di informazioni. L'accessibilità a Big data e sistemi di data analytics: un nuovo presupposto per l'operatività di società e fondi comuni di investimento?*
  - b. *L'uso della tecnologia come strumento di supporto o guida all'azione degli amministratori e l'individuazione di corretti assetti organizzativi, amministrativi e contabili nell'era digitale.*
  - c. *Meccanismi decisionali e funzionamento digitalizzato degli organi collegiali della società e dei fondi di investimento. Voto a distanza, supporti informativi dell'IA e "Robovoting".*
  - d. *La compliance digitale.*

7. Dalla responsabilizzazione alla automatizzazione: dalla *Corporate Social Responsibility* alla *Corporate Digital Responsibility*.
8. Il perseguimento degli obiettivi e dei criteri *ESG* da parte dei fondi di investimento immobiliare.

## CAPITOLO QUINTO

### CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE E DI PROSPETTIVA. TEMI APERTI VECCHI E NUOVI.

1. Temi aperti vecchi e nuovi. Considerazioni conclusive.

NOTA BIBLIOGRAFICA

SITOGRAFIA

## CAPITOLO PRIMO

### I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE. DIFFUSIONE, TIPOLOGIE, CARATTERISTICHE E OPERATIVITA' NELL'ERA DEL *PROPTECH* E DELLA DIGITALIZZAZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE

*Sezione I. La struttura e l'operatività economica dei fondi immobiliari.*

#### **1. Operatività dei fondi immobiliari in Italia. Il quadro economico di un comparto in crescita.**

Il presente lavoro si propone, da un lato, di esaminare alcune dinamiche attinenti alle questioni generali di carattere prettamente giuridico e agli assetti specifici della *governance* dei fondi comuni di investimento immobiliare e, dall'altro, tenta di valutare se ed in quale misura sulle predette dinamiche stiano assumendo un ruolo alcuni fenomeni di recentissima evoluzione quali l'intelligenza artificiale, la digitalizzazione del mercato immobiliare (il cd. *Proptech*) e delle società (il cd. *Corptech*) ed il ricorso a strumenti (si pensi, tra gli altri, alla *blockchain*) che stanno letteralmente rivoluzionando l'intero sistema economico-finanziario.

Ancor prima di addentrarsi nell'analisi più compiuta di quanto precede, appare opportuno contestualizzarne la trattazione mediante una preliminare panoramica – per quanto sempre nella prospettiva del giurista – dell'operatività economica e di mercato dei fondi immobiliari in Italia, valutando i *trends* di crescita e diffusione, le differenze strutturali dei diversi modelli, le strategie di investimento e le prospettive di sistema.

Per provare a contestualizzare il comparto immobiliare della nostra nazione, bisogna ampliare l'orizzonte temporale dell'indagine, almeno, fino all'inizio degli anni '90, cercando di comprendere le peculiarità che, rispetto ad altri mercati europei ed internazionali, il mercato ha da sempre avuto.

In tutto il secondo dopoguerra, si è sviluppata in Italia la concezione di un settore, quello immobiliare, a vocazione fortemente conservativa, caratterizzato – specialmente nel versante pubblico – da elevatissimi costi di gestione e rendimenti decisamente bassi.

Con le privatizzazioni dei primi anni '90 si è registrata un'inversione di

tendenza che ha portato i grandi enti statali (INAIL, INPS, INPDAP, ecc.) e parastatali, oltre che i grandi gruppi finanziari italiani (tra cui, ad esempio la banca San Paolo IMI, Assicurazioni Generali, ecc.) a ripensare al sistema immobiliare, intravedendovi delle potenzialità legate ad una gestione efficiente del portafoglio di immobili, sino a quel momento del tutto inespressa, e ad una combinazione dei costi di gestione, sempre più bassi e razionalizzati, con strategie di collocamento sul mercato in grado di incrementare sensibilmente la redditività degli *assets* immobiliari.

Tra i fattori che hanno materialmente determinato questa “nuova visione” del comparto va, come anticipato, citato in primo luogo l’avvio del processo di dismissione del patrimonio pubblico intorno alla metà degli anni ’90, in particolar modo da parte degli enti previdenziali, che ha condotto ad una progressiva finanziarizzazione del mercato immobiliare italiano, fino a quel momento sempre concepito “spesa necessaria”.

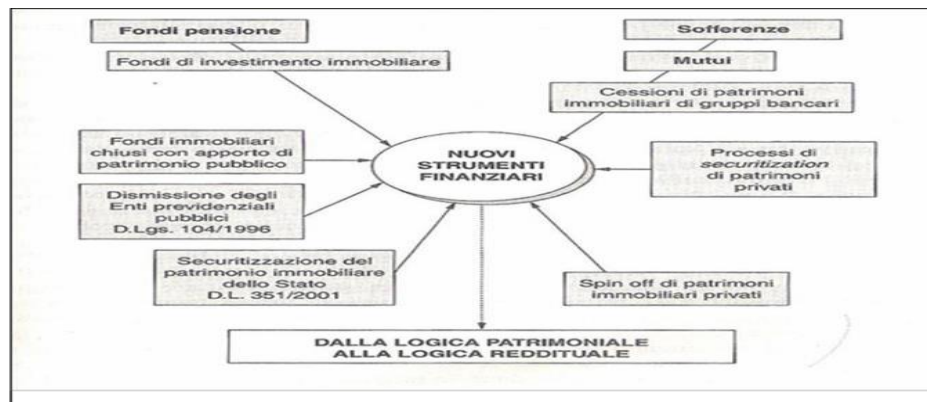
Peraltro, per quanto nell’ultimo trentennio la crescita del segmento sia stata costante (al netto della crisi economica tra il 2008 ed il 2015, si è registrato un incremento occupazionale di circa il 180% dal 1991 ad oggi<sup>1</sup>) il comparto del *real estate* in Italia rappresenta poco più del 1% del prodotto interno lordo rispetto a mercati, quale quello statunitense, in cui le percentuali sono incredibilmente più elevate (circa il 6%).

Dalla schematizzazione del sistema sotto tracciata<sup>2</sup>, si può comprendere meglio come si sia realizzato il passaggio da una logica prettamente patrimoniale ad una più squisitamente finanziaria e reddituale.

---

<sup>1</sup> Fonte: *Il Sole 24 Ore*.

<sup>2</sup> Tratta da TRONCONI O. – CIARAMELLA G.A. – PISANI B., *La finanziarizzazione del mercato immobiliare*, in *La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari: asset, property e facility management, analisi, modelli operativi ed esperienze a confronto*, edita da *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2007.



L'intervento di alcuni importanti gruppi stranieri ha, d'altro canto, contribuito al corposo rinnovamento delle pratiche di gestione professionale del costruito, introducendo nel nostro Paese – per vero ancora molto impermeabile a certe “contaminazioni” – pratiche di *assets analysis*, modernizzazione e strategie di *assets management* particolarmente utili ai fini dell'avvicinamento agli *standards* internazionali<sup>3</sup>.

Come si avrà modo di osservare meglio nell'ambito dell'analisi delle differenti tipologie di fondi immobiliari e delle relative strategie di investimento, nel mercato immobiliare vi sono numerose peculiarità rispetto ad un modello di mercato ideale, che dovrebbe essere contraddistinto da dinamiche concorrenziali perfette, trasparenza e certezza del dato e delle informazioni riguardanti i processi di compravendita e, infine, dalla fluidità del mercato (la facilità di ingresso/uscita dei partecipanti).

Di contro, il settore che si sta prendendo a riferimento è invece caratterizzato da immobilità, eterogeneità, trasformabilità, indivisibilità e frammentazione in diverse sottoclassi (geografiche, tipologiche o dimensionali).

Le nuove tecnologie, cui il presente lavoro guarda con fiducia, potrebbero rappresentare un importante incentivo al superamento delle criticità suesposte (si pensi alla trasparenza del dato e delle informazioni sul transato o delle caratteristiche intrinseche, urbanistiche ed edilizie dei singoli assets oppure, ancora, alle innovazioni tecnologiche funzionali

<sup>3</sup> In termini di flussi finanziari e di consistenza in metri quadri di immobili oggetto di transazioni e di operazioni, l'Italia si colloca in coda al mercato dei paesi avanzati. Peraltro, in questa situazione, alcuni operatori hanno visto opportunità e margini di sviluppo attesi molto più ampi e promettenti, rispetto ad altri paesi, nel medio e lungo periodo.



all'ecosostenibilità degli immobili e alla commercializzazione di prodotti finanziari ad essa collegati), ma – allo stato – è indubbio che l'analisi degli investimenti, l'elaborazione delle strategie commerciali e, più in generale, i processi di gestione, valorizzazione e commercializzazione siano rimessi ad approcci e strategie di *property ed asset management* molto diversificati tra loro.

Nel contesto globale del mercato immobiliare, il mercato dei fondi di investimento registra un andamento di costante crescita nonostante i recentissimi eventi pandemici e la recente crisi immobiliare originatasi nel 2008.

Nel 2021 le gestioni professionali degli immobili attraverso fondi e Reits (*real estate investment trusts*) hanno superato decisamente il 2020. A fine 2020<sup>4</sup>, il patrimonio globale di fondi immobiliari e Reits ha toccato i 3.250 miliardi di Euro con un tetto, per l'Europa, di oltre un terzo con quasi 1.300 miliardi di Euro, con un rialzo del +6,5% sul 2019.

Come emerge dal Rapporto, nel 2020 i gestori hanno effettuato scelte conservative ma si sono affermati nuovi mercati di nicchia come il residenziale gestito e la logistica, considerato il vero comparto trainante nel 2020.

Al 16.06.2021, data di presentazione del rapporto (sui dati al 31.12.2020), in Italia i fondi comuni di investimento attivi erano 560 (535 al 31.12.2020) per un patrimonio immobiliare di circa 105 miliardi di Euro (100,2 al 31.12.2020), che significa un incremento del 9,5% rispetto all'anno 2019 (già in netta crescita rispetto ai dati del 2016 – editi da Banca d'Italia<sup>5</sup> il 16 giugno 2017 – in cui si dava conto di circa 440 fondi complessivamente attivi nel nostro Paese, per un totale attivo di circa 67 miliardi di Euro). Nella tabella sottostante (fonte: Scenari Immobiliari) è possibile avere un quadro di insieme del *trend* degli ultimi anni in Italia.

---

<sup>4</sup> I dati sono tratti dal Rapporto 2021 “*I fondi immobiliari in Italia e all'estero*”, presentato il 16 giugno 2021 a Milano, realizzato da Scenari Immobiliari – Istituto Indipendente di Studi Ricerche e Sistemi Informativi, reperibile al link <https://www.scenari-immobiliari.it/shop/i-fondi-immobiliari-in-italia-e-allestero-rapporto-2021/> consultato il 7 febbraio 2022.

<sup>5</sup> Cfr. *Focus sull'industria dei fondi immobiliari retail*, pubblicato il 16 giugno 2017 e consultabile al sito <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/fondi-immobiliari-retail/index.html> letto in data 7 febbraio 2022.

|         |  |
|---------|--|
| TAV. 62 | I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA (FONDI RETAIL E RISERVATI) |
|         | Mln di euro, 31 dicembre di ogni anno                    |

| Descrizione                                  | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    | 2021*   |
|--|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| N° fondi operativi <sup>1</sup>              | 440    | 458    | 483    | 505    | 535     | 560     |
| Nav <sup>2</sup>                             | 60.000 | 68.100 | 74.000 | 81.400 | 87.600  | 93.200  |
| Patrimonio immobiliare detenuto direttamente | 66.900 | 74.600 | 82.500 | 91.500 | 100.200 | 105.000 |
| Indebitamento esercitato <sup>3</sup>        | 31.800 | 30.800 | 32.700 | 34.400 | 38.500  |         |
| Performance (Roe) <sup>4</sup> (val. %)      | 0,2    | 0,4    | 1,2    | 1,5    | 1,6     |         |

1) Fondi autorizzati dalla Banca; 2) Valore del patrimonio netto dei fondi al 31 dicembre di ogni anno; 3) Finanziamenti effettivamente ricevuti (stima); 4) Roe dei fondi retail e di un campione di fondi riservati

Senza addentarci, in questa sede introduttiva, nei dettagli dei numeri relativi ai singoli comparti, ai settori e alle aree geografiche di dislocazione degli immobili gestiti, va precisato che dei dati relativi all'intero panorama dei fondi immobiliari, un ruolo assolutamente preponderante è rappresentato dai fondi riservati ad investitori professionali o che fanno ricorso in misura rilevante alla cd. leva finanziaria.

I fondi cd *retail* – ossia non riservati ad investitori professionali – rappresentano, numericamente, una assoluta minoranza rispetto al montante economico delle altre tipologie di fondi<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Si pensi che il *Focus sull'industria dei fondi immobiliari retail* citato e pubblicato da Banca d'Italia, indicava un totale di fondi retail per il 2016 di 26 unità, rispetto alle 312 dei fondi riservati e alle 101 dei fondi che facevano ricorso alla leva finanziaria in misura sostanziale. Il

Sotto il profilo della gestione, un recente lavoro<sup>7</sup> ha rilevato come, nonostante il costante aumento dei fondi, il numero di società di gestione del risparmio sia rimasto invariato (e pari a 37 nel 2018) in ragione della necessità, da parte delle SGR, di migliorare l'efficienza della propria struttura interna a fronte di un aumento del volume degli attivi gestiti.

E', in effetti, un dato di fatto che il comparto delle SGR di settore abbia osservato recentemente fenomeni di accentramento e ristrutturazione: tra le più recenti fusioni tra SGR si ricordano quelle tra Aedes Real Estate SGR e Sator Immobiliare SGR e tra Castello SGR e Valore Reale SGR.

In tale contesto, il peso delle prime 5 SGR ha continuato a ridursi, raggiungendo una quota pari al 46,9% del totale, con una flessione del 14,2% rispetto al dato osservato nel 2007. Per quanto riguarda le prime 10 SGR, il valore totale degli attivi è rimasto sostanzialmente inalterato, per effetto del significativo incremento dei volumi gestiti, arrivati a superare, nel settore dei FIA riservati, oltre 48 miliardi di euro.

In termini prospettici, a livello globale si prevede una forte crescita del settore in conseguenza dei grandi investimenti pubblici e degli stimoli economici prodotti dalla crisi pandemica da Covid-19 che potrebbe però, nel breve e medio periodo, essere controbilanciata dalla attuale situazione di tensione internazionale legata al conflitto russo-ucraino.

\*

Un recente studio di INREV<sup>8</sup> sugli investimenti in fondi immobiliari europei ha messo in luce una congiuntura decisamente positiva per il comparto. Ed infatti, secondo lo studio, i fondi non quotati detengono la quota maggiore degli investimenti immobiliari commerciali dell'UE, circa il 30% del totale, mentre le società immobiliari quotate e i REIT dell'UE rappresentano il 20%. Negli ultimi due decenni l'evoluzione dell'universo dei fondi immobiliari azionari europei non quotati è stata molto

---

totale patrimoniale attivo dei fondi *retail* ammontava, nello stesso anno, a 4,094 miliardi di Euro, in luogo del totale attivo dei riservati pari a 44,405 miliardi e dei 16,026 miliardi dei fondi facenti ricorso alla leva.

<sup>7</sup> LEONE M., *La due diligence immobiliare e finanziaria dei fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1269.

<sup>8</sup> Denominato *Caso studio: La crescente pertinenza degli Investimenti in fondi immobiliari per le strategie (i) alternative di investimento e (ii) i portafogli multi asset class*, del gennaio 2021, reperibile e consultabile su <https://www.inrev.org/system/files/2022-01/Characteristics-of-Non-Listed-Real-Estate%20in-Investment-Portfolio-2021-Italian.pdf> consultato in data 20 aprile 2022.

importante sia in termini di diversità dell'offerta che di crescita.

Come riportato dall'Istituto «L'indice annuale INREV nel 2020 includeva 368 veicoli che rappresentavano un NAV di 216,8 miliardi di Euro, rispetto ai 45 veicoli che rappresentavano un NAV di 16,9 miliardi di Euro nel 2001. L'ultimo decennio ha visto anche emergere e crescere i fondi di debito immobiliari non quotati, stimolati da un sistema bancario più rigoroso, regolamentazioni per i prestiti bancari agli immobili, con altri grandi investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione, colmando il gap di finanziamento immobiliare»<sup>9</sup>.

Tali *performances* sono dovute, secondo lo studio, ad allocazioni strategiche nel settore immobiliare giustificate da diversi fattori: vantaggi di diversificazione all'interno di un portafoglio *multi-asset*, interessante profilo rischio rendimento, forte componente di reddito e protezione dall'inflazione. Dall'analisi condotta, può trarsi che gli immobili non quotati sono un «eccellente fattore nel mercato diretto, un eccellente diversificatore per i grandi portafogli obbligazionari e un migliore diversificatore del rischio azionario rispetto ad altre classi di attività alternative e all'immobiliare quotato»<sup>10</sup>. L'analisi, inoltre, mostra una performance corretta contro il rischio relativamente buona, con una bassa volatilità e un *income return* solido e costante, oltre a offrire, agli investitori di lungo termine protezione dall'inflazione<sup>11</sup>.

Sempre secondo le risultanze di questo autorevole studio, anche in termini di Net Asset Value, negli ultimi dieci anni gli immobili non

---

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>10</sup> *Ibid.*, p.1.

<sup>11</sup> In particolare INREV, *ibid.*, p. 4-6 osserva che «I vantaggi della diversificazione all'interno di un portafoglio multi-asset sono il motivo più importante per cui gli investitori investono in questa asset class. Gli immobili quotati vengono spesso utilizzati nei portafogli come fattori di miglioramento del rendimento e/o per le sue proprietà di liquidità all'interno di un'allocazione immobiliare, mentre l'immobiliare privato è più visto per le sue proprietà diversificate all'interno di un'allocazione multi-asset.

*E questo perché*

*I beni immobiliari non quotati mostrano una performance corretta relativamente buona contro il rischio e una volatilità inferiore rispetto alla maggior parte degli altri tipi di attività, a parte le obbligazioni e gli immobili diretti*

*Sono un ottimo sostituto del mercato diretto*

*Il loro legame con i beni immobiliari quotati diventa più stretto per gli investimenti a più lungo termine*  
*I beni immobiliari non quotati consentono una migliore diversificazione del rischio azionario rispetto ai beni immobiliari quotati o ai fondi di private equity e hedge fund*

*È un eccellente diversificatore per grandi portafogli. Questa è una scoperta importante per gli investitori istituzionali in veicoli non quotati, come fondi pensioni e compagnie assicurative, che hanno un'elevata disponibilità di obbligazioni con cui far fronte alle loro passività*

*Rendimento interessante e stabile »*

quotati hanno offerto un rendimento nettamente superiore rispetto alle obbligazioni, il che li rende molto attrattivi per gli investitori istituzionali, osservando che *«Nel complesso, il rendimento del reddito è stato la componente più importante e stabile della performance degli immobili non quotati sul lungo periodo, rappresentando circa il 65% del totale nel periodo 2001-2019 secondo l'indice INREV Annual Fund. Gli investitori di lungo periodo possono proteggersi parzialmente dalla volatilità dei rendimenti annuali detenendo asset immobiliari che presentano una componente reddituale significativa, come ad esempio gli immobili core»*. Infine due aspetti colgono l'attenzione del giurista e afferiscono alle dinamiche che saranno meglio trattate nel prosieguo relativamente alla *cd. governance*.

In primo luogo, uno dei fattori premiali per il successo dei fondi chiusi sembra essere il fatto che il *«settore non quotato ha raggiunto livelli elevati di divulgazione e governance delle informazioni man mano che il settore è maturato»* e che, in chiave prospettica, *«Allocazioni immobiliari future più elevate insieme a una maggiore attenzione agli immobili operativi, all'ESG e all'impatto degli investimenti, dovrebbero ampliare ulteriormente le opportunità per gli investitori in veicoli immobiliari non quotati»*<sup>12</sup> corroborando quanto si sostiene nell'ambito del presente lavoro circa gli effetti positivi che virtuose dinamiche di *governance* e rispetto dei criteri *ESG* hanno sulle *performances* dei fondi immobiliari.

\*

## **2. Tipologie, elementi e caratteristiche dei fondi immobiliari.**

Al fine di individuare le principali tipologie di fondi immobiliari, è bene prendere le mosse da alcuni aspetti già esaminati nei precedenti capitoli.

A seguito del recepimento della AIFMD, i GEFIA sono stati riorganizzati in due macrocategorie rappresentate, la prima, dai fondi aperti armonizzati, rientranti nell'ambito di operatività della direttiva UCITS e, la seconda, quella dei fondi di investimento alternativi o FIA, in cui vengono ricompresi tutti i fondi che non trovano collocazione nella

---

<sup>12</sup> *Ibid.* 9.

disciplina introdotta dalla UCITS.

- *Le caratteristiche generali e la durata dei fondi immobiliari*

Con specifico riguardo ai fondi immobiliari, per le particolari caratteristiche degli *assets* detenuti e per la conseguente *policy* di investimento del patrimonio, vanno ricompresi nella tipologia dei fondi chiusi, legati ad una liquidazione che può realizzarsi, come visto, esclusivamente alla scadenza del termine di durata del fondo<sup>13</sup> avuto riguardo alla natura degli investimenti, salve le ipotesi di rimborso anticipato.

Ai sensi dell'art. 6 del DM 30/2015 più volte citato, la durata del fondo non può superare i cinquant'anni dall'avvio della sua operatività.

La rigidità dello strumento è mitigata sia sotto il profilo operativo – attesa la possibilità di negoziare le quote sui mercati regolamentati, che offre agli investitori la possibilità di liquidare le proprie posizioni senza attendere la scadenza – sia sotto il profilo temporale, atteso il largo uso dello strumento della proroga che, fino ad oggi, le amministrazioni vigilanti (Banca d'Italia, Consob e Ministero dell'Economia e delle Finanze) hanno fatto.

Tale ultimo strumento è stato utilizzato in particolar modo rispetto ai cd. FIA *retail* che sono stati avviati, per la maggior parte, tra la fine degli anni '90 e gli inizi del 2000, in un periodo di grande espansione del mercato immobiliare, e attivati con un orizzonte temporale di massima compreso tra gli otto e i quindici anni.

Come a tutti noto, la crisi economica originatasi negli Stati Uniti nel 2008 ed estesasi a “macchia d'olio” sul mercato finanziario globale di lì a poco, ha comportato una fase di severa flessione (anche) del comparto immobiliare<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Ciò vuol dire che le relative quote possono essere sottoscritte unicamente nella fase di costituzione o negli eventuali periodi di riapertura successivi, e il rimborso delle stesse avviene solo a scadenze predeterminate. La costituzione nella forma chiusa ha l'obiettivo di preservare il patrimonio del fondo, composto principalmente da attività immobiliari illiquide, dai rischi di possibile calo delle quotazioni conseguenti – in particolare in situazione di stress dei mercati – alle richieste di rimborso dei sottoscrittori.

<sup>14</sup> da conto della flessione del settore RINALDI R., *I fondi immobiliari: andamento del mercato, rischi, sviluppi normativi* nel documento pubblicato da Banca d'Italia e presentato in occasione del Convegno Assogestioni del 7 aprile 2011, reperibile al link [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2011/Rinaldi\\_70411.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2011/Rinaldi_70411.pdf)

La circostanza che molti di questi fondi sarebbero giunti a scadenza nel pieno della crisi avrebbe comportato un effetto dirompente sugli investimenti, atteso che gli *assets* avrebbero dovuto essere liquidati – ed i relativi profitti conseguiti – nel momento economico più complicato degli ultimi 60 anni, frustrando irreperabilmente le aspettative degli investitori sui valori di realizzo e, quindi, sul proprio *return on investments*.

Le difficoltà incontrate nella fase di smobilizzo degli investimenti hanno spinto parte dei gestori – in particolare tra il 2012 e il 2013 – a richiedere alla Banca d'Italia l'autorizzazione alla modifica dei regolamenti di gestione, per prorogare la durata dei FIA gestiti, con la prospettiva (*rectius*: la speranza) di un miglioramento delle condizioni del mercato immobiliare e finanziario.

La Banca d'Italia, previa verifica del rispetto delle procedure indicate nei regolamenti di gestione e di una valutazione da parte del GEFIA dell'effettivo interesse dei partecipanti alla proroga, si è orientata a favore della proroga a fronte dell'impegno dei gestori di ridurre (drasticamente e fino ad 1/3) le commissioni di gestione nel periodo di estensione dell'operatività del fondo e alla rinuncia degli stessi ad eventuali commissioni di incentivo.

La Banca d'Italia, di concerto con la Consob e al Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha quindi dato impulso alla attuazione di una «proroga “straordinaria” (contenuta nell'art. 22 del D.L. n. 91/2014 c.d. “decreto Competitività” convertito dalla L. n. 11/14) che si è aggiunto al così detto “periodo di grazia” già previsto dall'ordinamento (cfr. art. 11, comma 2, del D.M. 30/2015) e che, ordinariamente, permette alle SGR di continuare la vita del fondo, per un massimo di tre anni dopo la scadenza ordinaria, al solo fine di ultimare la liquidazione degli investimenti»<sup>15</sup> al fine di consentire agli investitori il processo di dismissione degli immobili.

A quanto consta, nel comparto *retail* solo 1/5 dei fondi ha adottato la proroga straordinaria a causa, prevalentemente, dell'opposto rifiuto dei partecipanti.

---

consultato in data 10 ottobre 2021.

<sup>15</sup> Sic nel *Focus sull'industria dei fondi immobiliari retail*, pubblicato il 16 giugno 2017 da Banca d'Italia già richiamato.

- *I requisiti patrimoniali.*

Uno degli aspetti di maggior rilevanza e specificità è la composizione del patrimonio detenuto dai FIA immobiliari che, come noto, deve essere soggetto ad alcuni requisiti di composizione.

Nello specifico, ai sensi dell'art. 12 del D.M. 30/2015, il patrimonio deve risultare investito, in misura non inferiore ai 2/3 del valore totale dell'attivo, nei beni indicati dall'art. 4, c. 1 lett. d) (di identico contenuto all'art. 1, c. 1 lett. q) del D.M. e successive modifiche tra cui *«beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri»*, precisando, la successiva lett. r) della stessa norma, che con partecipazioni in società immobiliari devono intendersi *«le partecipazioni in società di capitali che svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili»*.

La percentuale dei 2/3 si riduce, sempre ai sensi dell'art. 12 del D.M., *«al cinquantuno per cento qualora il patrimonio del FIA sia altresì investito in misura non inferiore al venti per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari, o crediti garantiti da ipoteca. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività»*.

Se a queste disposizioni si aggiunge il divieto, per i fondi, di svolgere attività diretta di costruzione di immobili (essendo loro consentito il solo investimento in immobili la cui progettazione e costruzione sia affidata, mediante appalto, a soggetti terzi) emerge chiaramente la vocazione prettamente ed eminentemente finanziaria del fondo immobiliare: strumento di investimento che ha lo scopo principale, se non esclusivo, di trasformare gli investimenti diretti in immobili in attività finanziarie, consentendo anche a partecipanti piccoli risparmiatori di accedere alle opportunità del mercato immobiliare (di norma contraddistinto da immobilizzazioni finanziarie importanti) anche con somme limitate, beneficiando dell'attività di gestione diretta degli *assets* posta in essere



dal gestore in modo ottimizzato, nell'ottica esclusiva di massimizzare i «flussi di cassa dei canoni di locazione e i guadagni in conto capitale a seguito della rivalutazione degli asset medesimi»<sup>16</sup>.

- *I soggetti e le funzioni.*

Come per tutte le altre di tipologie di fondi comuni di investimento, anche nei fondi immobiliari sono presenti, come visto, la società di gestione del risparmio, cui è deputata la promozione e la gestione del fondo; la banca depositaria, che amministra la liquidità del fondo ed esegue le disposizioni della SGR controllandone, altresì, l'operato; il Ministero dell'Economia, cui è rimesso il coordinamento della funzione normativa e regolamentare; la Banca d'Italia, cui è rimessa l'autorizzazione all'esercizio della gestione collettiva del risparmio della SGR, l'iscrizione nell'apposito albo e l'approvazione del regolamento di gestione oltre che una generale funzione di controllo sull'operato dei gestori; la Consob, che si occupa dell'approvazione del prospetto informativo del fondo e controlla l'attività di sollecitazione al pubblico risparmio; Borsa Italiana S.p.A., che ammette il fondo alla quotazione in borsa alla sussistenza dei relativi requisiti; il Monte Titoli S.p.A., che può occuparsi della custodia dei certificati rappresentativi delle quote sottoscritte dagli investitori e l'istituto di collocamento che generalmente si identifica con la rete bancaria, postale o finanziaria che cura il collocamento delle quote del fondo presso gli investitori (*retail* o istituzionali)<sup>17</sup>.

A questi soggetti, il cui ruolo nell'ambito della *governance* di tutti i tipi di fondi è assolutamente consolidato, se ne aggiungono altri che operano esclusivamente nel settore dei fondi immobiliari con funzioni tipiche di supporto agli organi gestori.

A seconda degli assetti prescelti, queste figure possono essere interne alla SGR o essere individuate in *advisors* esterni, cui affidare le relative funzioni.

---

<sup>16</sup> Così SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1205.

<sup>17</sup> Tratto dal materiale informativo e didattico pubblicato sul sito dell'Università degli Studi di Napoli Federico II al link <https://www.docenti.unina.it/webdocenti-be/allegati/materiale-didattico/3992>. consultato in data 12 febbraio 2022.

Tra queste figure riveste primaria importanza quella dell'*Assets manager*, cui è affidata la determinazione della composizione del portafoglio immobiliare del fondo in considerazione delle linee strategiche stabilite dalla SGR, il monitoraggio dei mercati e la definizione delle strategie di collocamento degli *assets* detenuti sul mercato, cui viene spesso affiancata la funzione dell'*Investments manager* a cui è attribuito il compito di effettiva analisi e selezione degli investimenti. Nella gran parte dei casi le funzioni di *Assets manager* e *Investments manager* sono ricoperte da figure interne alla SGR<sup>18</sup>.

Ulteriori figure di riferimento nell'ambito dei fondi immobiliari sono quelle del *Property manager* e del *Facility manager*.

Il primo è deputato all'amministrazione del portafoglio immobiliare, al *monitoring* e alla gestione dei contratti di locazione, ivi comprese eventuali morosità, agli adempimenti fiscali e amministrativi (tra cui il coordinamento della gestione dei titoli edilizi ed urbanistici), alla gestione assicurativa dei beni e alla gestione dei rapporti di fornitura e di servizi strumentali alla gestione dell'immobile mentre il secondo cura, generalmente, il coordinamento e l'erogazione dei servizi necessari all'utilizzo materiale degli immobili da parte, ad esempio, dei *tenants*, come la manutenzione, la funzionalità delle parti comuni, l'erogazione dei servizi di pulizie, giardinaggio, portineria, guardiania, ecc.

Un ruolo fondamentale, come già accennato nella precedente sezione del presente capitolo, è rivestito agli Esperti indipendenti cui, ai sensi dell'art. 6, c.1, lett. c) n. 5) del TUF – che rimette alla normativa regolamentare la disciplina di dettaglio<sup>19</sup> – a cui è affidata la delicatissima funzione di controllare, verificare ed attestare la consistenza dell'intero patrimonio detenuto dal fondo, con cadenza periodica semestrale, oltre che svolgere le predette funzioni di controllo e verifica in occasione di ogni operazione di acquisizione, apporto o dismissione a e dal fondo o

---

<sup>18</sup> Così in HOESLI M. – MORRI M., *Investimento immobiliare – mercato, valutazione, rischio e portafogli*, Milano, 2010, 184.

<sup>19</sup> Il Titolo V, Capitolo IV, sezione II del Regolamento Banca d'Italia 19 gennaio 2015 delinea, infatti, il processo di valutazione dei beni del fondo precisando che, trattandosi di valutazioni di non facile effettuazione (a causa dell'assenza di parametri oggettivi di riferimento per la determinazione del valore dei beni, non essendo tali beni quotati su mercati regolamentati, e stante l'elevato grado di specificità del mercato immobiliare), la SGR deve, per l'appunto, "schermare" questo incarico che, sovente, viene affidato a soggetti esterni.

potenziale conflitto di interessi<sup>20</sup>. In ragione della delicatezza della funzione gli stessi vengono nominati dall'organo con funzione di supervisione strategica tra i soggetti aventi requisiti di onorabilità, imparzialità e professionalità individuati dalla Legge<sup>21</sup> e, ad essi, viene affidato l'incarico di «*massimizzare le conoscenze, anche prospettiche, della SGR in relazione alle evoluzioni del mercato immobiliare*»<sup>22</sup>.

- *Le tipologie di fondi immobiliari.*

Il nostro ordinamento si caratterizza per una pluralità di tipi di fondi comuni di investimento immobiliare molto differenziati gli uni dagli altri. Nell'ottica di rendere una panoramica delle diverse tipologie, si potrebbe procedere ad una classificazione tenendo conto di alcuni aspetti peculiari che differenziano alcuni fondi dagli altri: in primo luogo, e come accennato in precedenza, i fondi possono essere divisi, in “fondi ad apporto” e “fondi a raccolta” sulla base delle modalità di formazione del patrimonio; in secondo luogo è possibile distinguere tra “fondi riservati” e “fondi *retail*”, a seconda della natura dei partecipanti ed infine, a seconda delle modalità di partecipazione e delle tempistiche di retribuzione degli investimenti, i fondi immobiliari (tendenzialmente definiti *sic et simpliciter* “chiusi”) hanno trovato un'ulteriore distinzione in “fondi chiusi”, “fondi semichiusi in entrata” e “fondi semichiusi in uscita”<sup>23</sup>. E' bene, quindi, esaminare ognuna delle predette categorie.

\*

Le modalità di formazione del patrimonio: i “fondi ad apporto” e i “fondi a raccolta”.

---

<sup>20</sup> Sulla funzione degli esperti si veda DOTTARELLI C., *La gestione del fondo immobiliare – Rischio, diversificazione e pianificazione*, a cura di Giannotti C. Milano, 2006, pp. 28 e ss; STELLA RICHTER JR. M., *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2009, fasc. 4, pp. 670 e ss.; in tempi più recenti MULA L., *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2018, fasc. 3, 503.

<sup>21</sup> Il riferimento è al comma 12 dell'art. 16 del D.M. 30/2015. Per quanto si tratti di un documento risalente (2009) risulta utile ai fini della comprensione delle dinamiche tra SGR ed esperti indipendenti nel comparto dei fondi immobiliari, il documento pubblicato da Assogestioni dal titolo *Il rapporto tra le sgr e gli “Esperti Indipendenti” nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari rinvenibile* al link <https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/linee-guida-fondi-immobiliari.pdf> consultato in data 10 gennaio 2022.

<sup>22</sup> Così AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, 2014, Milano, terza edizione, 174.

<sup>23</sup> In parte seguono la predetta classificazione SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1211.

Con riferimento alle modalità di formazione e acquisizione del patrimonio, sono definiti fondi cd “ordinari” o “a raccolta” quelli il cui patrimonio è costituito mediante una sollecitazione e raccolta di risorse finanziarie da parte degli investitori preventiva rispetto alla successiva effettuazione degli investimenti.

Di contro, sono definiti fondi ad apporto (pubblico o privato) quelli costituiti mediante apporti o conferimenti (pubblici o privati) di beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari da parte degli investitori nel fondo stesso<sup>24</sup>.

Anticipando la trattazione dei cd. fondi “ad apporto”, di gran lunga la più corposa e diffusa delle tre fattispecie, va detto che gli stessi sono nati con la L. n. 86/94 e con riferimento a quelli ad apporto pubblico.

Con il successivo D.L. n. 351/2001, convertito nella L. 410/2001, è stata estesa la possibilità di investire in fondi ad apporto anche ai privati.

I fondi ad “apporto pubblico” sono “sopravvissuti” alla abrogazione della L.n 86/94 che, rimasta in vigore per il solo art. 14-*bis*<sup>25</sup>, stabilisce che *«le quote del fondo possono essere sottoscritte, entro un anno dalla sua costituzione, con l’apporto di beni immobili o diritti reali immobiliari qualora l’apporto sia costituito per oltre il 51% da beni e diritti apportati esclusivamente dallo Stato, da Enti previdenziali pubblici, da Regioni, da Enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti»* precisando, al comma secondo, che il fondo non debba essere controllato direttamente o indirettamente ex art. 2359 c.c. da nessuno dei soggetti che procedono all’apporto.

Come noto, il terzo comma dell’art. 14-*bis* imponeva che il regolamento del fondo prevedesse l’obbligo per gli investitori, di integrare gli apporti di natura immobiliare con un apporto in denaro non inferiore al 5 per cento del valore del fondo. Tale obbligo (impregiudicata la facoltà) è successivamente venuto meno, con un’abrogazione implicita della norma, *«in quanto incompatibile – sotto un profilo logico-sistematico – con la disciplina introdotta dal D.lgs. 58/1998 (TUF) e dalla relativa normativa*

---

<sup>24</sup> MATAROCCI G., *Strategie di investimento in fondi immobiliari*, Roma, 2012, pp. 32 e ss.

<sup>25</sup> unica norma della L. 86/1994 tuttora in vigore a seguito della riforma.

*attuativa»*<sup>26</sup>.

Altra peculiarità dei fondi ad apporto è che la SGR deve procedere all'offerta al pubblico delle quote derivate dall'istituzione del fondo. L'offerta deve concludersi entro diciotto mesi dalla data dell'ultimo apporto in natura e comportare il collocamento di quote, secondo il regolamento, per una percentuale non inferiore al 60 per cento del loro numero originario presso investitori diversi dai soggetti conferenti. Qualora, decorso il termine di diciotto mesi, non sia stato collocato almeno il 60 per cento delle quote, la SGR dichiara il mancato raggiungimento dell'obiettivo e caducate le prenotazioni ricevute per l'acquisto delle quote e delibera la liquidazione del fondo, cui si precede per il tramite di un commissario nominato dal Ministero dell'Economia che provvederà a retrocedere i beni apportati ai soggetti conferenti.

Nel caso, invece, in cui il collocamento abbia successo, entro sei mesi dalla consegna delle quote agli acquirenti, la SGR deve richiedere alla CONSOB l'ammissione dei relativi certificati alla negoziazione in un mercato regolamentato, salvo il caso in cui le quote siano destinate esclusivamente a investitori istituzionali<sup>27</sup>.

Nel caso in cui il FIA ad apporto riceva conferimenti di beni non negoziati su mercati regolamentati, l'art. 12 c. 5 del D.M. richiede che gli stessi siano corredati da una apposita relazione di stima elaborata da un esperto indipendente, di cui al più volte citato art. 16 del DM, il quale dovrà attestare che il valore complessivo delle quote emesse a fronte dei conferimenti non sia superiore al valore dei conferimenti risultante nella relazione di stima dell'esperto (onde evitare fenomeni di annacquamento).

Per quanto concerne, invece, i cd "fondi a raccolta" o "ordinari", essi sono caratterizzati dal fatto che la sottoscrizione può avvenire, in tutto o in parte, mediante un fenomeno di cd. *fund raising* che si sostanzia in una raccolta di denaro corrispondente al valore delle quote di partecipazione. Come detto le risorse finanziarie, che rappresentano il patrimonio iniziale

---

<sup>26</sup> Cfr. di Banca d'Italia 9 luglio 2001, n. 23124, in risposta a specifico quesito di Fimit SGR SpA.

<sup>27</sup> DOTTARELLI C., *La gestione del fondo immobiliare – Rischio, diversificazione e pianificazione*, a cura di Giannotti C. Milano, 2006, pp. 28 e ss.

del FIA, vengono preventivamente raccolte ed investite a seguito del richiamo degli impegni<sup>28</sup>.

Operativamente il piano di investimenti già predeterminato viene presentato ai potenziali investitori e nella pratica avviene molto di frequente che, ai fini della presentazione del piano, la SGR si sia precostituita delle “garanzie operative” stipulando contratti preliminari di acquisto degli immobili *target* condizionati al buon esito delle operazioni di raccolta e abbia, altresì, stretto accordi con istituti finanziari a erogare finanziamenti ipotecari al buon esito del collocamento e nella fase degli investimenti.

L’elemento cardine di questo tipo di fondi risiede nell’affidamento che viene riposto dagli investitori nel fondo, non potendo essi basarsi su uno storico dei rendimenti del fondo e della gestione degli *assets* visto che il patrimonio è in fase di costruzione al momento della raccolta.

\*

La natura dei partecipanti al fondo. Fondi *retail* e fondi riservati.

Avendo anticipato il relativo concetto nelle pagine che precedono, risultano “familiari” le nozioni di fondi alternativi riservati a investitori professionali e fondi alternativi aperti alla clientela cd. *retail* a seconda dei diversi soggetti che possono sottoscrivere le quote dei FIA immobiliari.

Va premesso che la nozione di clientela *retail* è stata individuata per via residuale, atteso che nella stessa vengono ricompresi tutti quei soggetti che non possono essere fatti rientrare nella categoria dei clienti cd. professionali e ritenuti non in possesso delle necessarie specifiche competenze professionali per orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimenti finanziari.

I fondi *retail* (*rectius*: il relativo regolamento di gestione) possono prevedere, all’interno del regolamento di gestione che ne contiene anche le modalità e le tempistiche per la relativa richiesta ex art. 5 del DM, la quotazione che avviene MIV – Mercato Telematico degli Investment Vehicles (il segmento di Borsa Italiana dedicato ai veicoli di

---

<sup>28</sup> SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo del risparmio » a seguito dell’attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Rivista delle Società*, 2-3, 2015, pp. 387 e ss.

investimento)<sup>29</sup>.

Questa tipologia di fondi si rivolge ad una platea di clientela potenzialmente molto ampia rispetto in favore della quale sono approntati considerevoli obblighi informativi da parte del gestore del fondo mediante comunicazione al mercato e alle autorità di vigilanza.

Ne deriva che i FIA retail si caratterizzano anche per una potenziale ampia base partecipativa nonché per i numerosi obblighi informativi da effettuare al mercato e alle Autorità di vigilanza in virtù della quotazione e la sollecitazione all'investimento è preceduta dalla pubblicazione di un prospetto informativo molto dettagliato in cui sono descritte le caratteristiche ed il profilo di rischio degli investimenti

Per quanto, come visto, la base dei potenziali sottoscrittori sia estremamente più ampia dei cd. fondi riservati, i fondi *retail* sono molto meno patrimonializzati raccogliendo un investimento parcellizzato e di minori entità.

L'art. del DM prevede che il rimborso possa avvenire – secondo le modalità indicate nel Regolamento di gestione del fondo – alla scadenza del termine di durata del fondo medesimo in ossequio alla natura di fondi chiusi di questi strumenti.

In deroga a tale principio generale è previsto che il regolamento possa prevedere un rimborso anticipato, su iniziativa del gestore, proporzionalmente a tutti i partecipanti e/o su richiesta dei singoli partecipanti e per un ammontare non superiore alle somme acquisite tramite nuove emissioni<sup>30</sup>.

Di contro rientrano tra i fondi “riservati” quelli destinati ai cd. investitori professionali – che potranno investire mediante l'apporto di beni in natura ovvero in denaro – o, se previsto dal regolamento di gestione del fondo, ad investitori non professionali che sottoscrivano quote di importo complessivo non inferiore a 500.000 euro (art. 14 del DM).

Inoltre, ai sensi dell'art. 14 del DM, i FIA immobiliari riservati possono essere commercializzati in favore di Enti pubblici che non hanno le

---

<sup>29</sup> In particolare, è previsto l'obbligo di presentare la richiesta di quotazione per i FIA retail con ammontare minimo di sottoscrizione inferiore a 25.000 euro.

<sup>30</sup> per i FIA non quotati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, è previsto si possa procedere al rimborso per un ammontare non superiore ai prestiti contratti dal FIA purché non eccedenti il 10% del valore del FIA

caratteristiche per essere classificati come clienti professionali pubblici (Governo della Repubblica e Banca d'Italia oltre ai Clienti professionali pubblici "su richiesta" di cui all'art. 3 del medesimo DM), ma per il solo caso in cui la partecipazione di tali soggetti a questi fondi si realizzi mediante il conferimento diretto di beni immobili o di diritti reali immobiliari (compresi i rapporti concessori, per operazioni di valorizzazione del patrimonio pubblico).

La differenza tra fondi *retail* e fondi riservati si riverbera anche sotto forma di minor procedimentalizzazione e formalismo della documentazione informativa e gestoria, stante proprio la natura "perita" degli investitori professionali che approcciano il secondo dei due strumenti succitati.

Emblematico è l'esempio del regolamento di gestione che, nei fondi *retail* deve essere redatto secondo lo schema di cui al Regolamento OICR, l'articolato regolamentare del fondo è libero nella previsione dei contenuti dovendo, però, detenere dei contenuti minimi tra cui l'indicazione di non essere soggetto all'approvazione della Banca d'Italia; all'inapplicabilità – per questo strumento – delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati; la precisazione che i soggetti cui possono essere collocate, rimborsate o rivendute le quote del fondo non possono essere diversi da quelli indicati nel regolamento; i limiti all'investimento ed il livello massimo di ricorso alla leva finanziaria del FIA.

\*

Le modalità di partecipazione e le tempistiche di retribuzione degli investimenti. I "fondi chiusi", "fondi semichiusi in entrata" e "fondi semichiusi in uscita".

Fino ad ora, nella *magna divisio* tra fondi aperti e chiusi, si è sempre ribadito il concetto secondo cui i fondi immobiliari vadano ricompresi nella categoria dei cd. "fondi chiusi" per le proprie caratteristiche intrinseche.

Tale prospettazione, sicuramente confermata nella sua assolutezza, va mitigata sulla scorta delle sottocategorie che è possibile individuare nell'alveo dei cd. fondi chiusi potendo ulteriormente distinguersi in fondi



chiusi, semi-chiusi in entrata o in uscita.

Nella prima tipologia (i fondi *sic et simpliciter* chiusi) il montante patrimoniale complessivo è individuato ed immodificabile come il numero delle quote.

In ragione di ciò è possibile sottoscrivere le quote esclusivamente in fase di commercializzazione sul mercato tenendo presente che il diritto al rimborso delle stesse matura esclusivamente alla scadenza del termine di durata previsto nel regolamento di gestione o, in alternativa e come sempre ammesso, in caso di scambio delle quote tra privati.

Il regolamento potrebbe prevedere la possibilità di rimborsi parziali anticipati a mitigare il principio di cui sopra ove la SGR ritenga di effettuarli nell'interesse del fondo e dei partecipanti.

I fondi “semi-chiusi in entrata” e “semi-chiusi in uscita” hanno la caratteristica comune di consentire una variazione del patrimonio del fondo, in aumento o in diminuzione, mediante l'emissione e/o il rimborso di quote di partecipazione a determinate cadenze prefissate. Nello specifico in questa tipologia di fondi si riconosce, quindi, la possibilità di effettuare nuove sottoscrizioni ed effettuare nuovi rimborsi all'interno delle cd “finestre periodiche” e per i partecipanti di richiedere il rimborso anticipato delle quote nei periodi di collocamento diversi dalla prima emissione.

In particolare, i fondi semi-chiusi si differenziano in “fondo semichiuso in entrata” (c, come viene definito nella prassi, “fondo semiaperto”) che prevede la possibilità, ex art. 14 c. 2 del DM, di raccogliere il patrimonio mediante più emissioni di quote, ovvero “fondo semichiuso in uscita” che permette di operare rimborsi anticipati secondo modalità temporali stabilite dal regolamento di gestione, ovvero ancora di combinare i due flussi in entrata e in uscita (creando, sia consentita l'immagine, delle “finestre a doppio battente” di entrata e di uscita dal fondo).

Nei fondi “semi-chiusi in uscita” il rimborso anticipato delle quote di partecipazione – totale ovvero parziale – può avvenire con la medesima frequenza e in coincidenza delle nuove emissioni di quote del fondo. In tali circostanze la SGR può procedere al rimborso anticipato delle quote nei limiti dell'ammontare della liquidità reperita per il tramite delle nuove

sottoscrizioni.

Nei fondi “semi-chiusi in entrata” o “semi-aperti”, invece, è possibile il subentro di nuovi investitori in presenza di emissioni successive di quote di partecipazione al fondo.

Riguardo ai rimborsi anticipati, la nuova disciplina prevede l’obbligatorietà della coincidenza fra rimborsi anticipati (totali o parziali) e nuove emissioni in tutte le ipotesi in cui il regolamento del fondo preveda, oltre che alla prima, emissioni successive.

In merito alla disciplina dei rimborsi anticipati si configurano due possibilità: la prima prevede che nel caso in cui il regolamento del fondo preveda la raccolta mediante *un’unica* emissione di quote, i rimborsi anticipati di quote continueranno a essere affidati alla discrezionalità della SGR; la seconda prevede nel caso in cui il regolamento del fondo preveda la raccolta del patrimonio mediante diverse emissioni di quote e intenda ulteriormente riconoscere ai propri partecipanti la possibilità di dismettere il proprio investimento anche prima della scadenza del termine di durata del fondo, i rimborsi anticipati avverranno solo in coincidenza, e con la stessa frequenza, delle nuove emissioni.

Il valore del rimborso anticipato è, quindi, corrispondente al valore di bilancio delle quote risultante dall’ultima relazione annuale o semestrale ed al fine di provvedervi, la SGR potrà utilizzare sia la liquidità rinveniente dalle sottoscrizioni pervenute nel periodo di apertura in corso, sia le eventuali eccedenze di liquidità ipoteticamente accumulate nel corso dei precedenti periodi di apertura.

\*

Un cenno meritano, infine, i cd fondi di credito, recentemente introdotti nel nostro ordinamento dal Legislatore mediante gli artt. 46 *bis* e *ter* del TUF (il secondo attuato a seguito dell’integrazione nell’art. 17 del D.L. n. 18 del 14 febbraio 2016<sup>31</sup>).

Tale tipologia di fondi, senza dubbio innovativi sotto il profilo della costruzione, incide sul perimetro di investimento del fondo rappresentando un’alternativa ai tradizionali canali di finanziamento bancari, con la finalità di ampliare gli strumenti a disposizione delle

---

<sup>31</sup> SCIUTO M. – BIASIN M., *Il fondo di credito diretto (Direct Lending Fund)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, Parte I, fasc. 5, 538.

imprese che ricorrono al capitale di debito e la relativa competitività sul mercato internazionale.

In particolare, la citata normativa disciplina l'attività di investimento da parte di fondi in crediti, sia sotto forma di erogazione diretta di crediti (c.d. *direct lending*) che di acquisto, in seconda battuta, di crediti già erogati da terzi<sup>32</sup>. All'evidenza la durata di questi fondi, necessariamente chiusi, è legata alla durata dei crediti oggetto sottostante dell'investimento.

I fondi di credito ben possono essere collegati al sottostante immobiliare che, nella gran parte dei casi, rappresenta la garanzia cui il credito è ancorato rappresentando però – e da qui la marginalità rispetto al presente lavoro – strumenti di ben diversa natura e, soprattutto, consistenza patrimoniale.

\*

### **3. L'attività di investimento e la valutazione degli investimenti.**

Nell'esecuzione della propria attività di investimento i fondi immobiliari sono legati all'osservanza delle disposizioni contenute nei più volte citati Regolamento Delegato, nel TUF, nel DM del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30/2015 e nel Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio.

Come si è avuto modo di analizzare in precedenza, la disciplina di dettaglio relativa alle attività di investimento è da reperirsi all'art. 12 del DM<sup>33</sup> il quale impone al fondo di investire almeno i 2/3 del proprio patrimonio nei beni previsti all'art. 4 c.1, lett d) del DM stesso ossia in immobili, in diritti reali immobiliari (inclusi i diritti reali derivanti da

---

<sup>32</sup> GUFFANTI E. – SANNA P., *Lanuova disciplina dei fondi di credito*, in *Le Società*, 8, 2017, pp. 860 e ss

<sup>33</sup> L'art. 12 c. 2 prevede che « 2. Il patrimonio dei FIA italiani immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del TUF, e' investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 1, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo lordo, corrispondente al valore totale dell'attivo del FIA. Detta percentuale e' ridotta al cinquantuno per cento qualora il patrimonio del FIA sia altresì investito in misura non inferiore al venti per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari, o crediti garantiti da ipoteca. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività'»

contratti di leasing con natura traslativa e rapporti concessori), in partecipazioni in società immobiliari (con il limite dell'investimento in società di costruzioni pari al 10% del totale delle attività del fondo) e in quote di fondi immobiliari diversi (anche gestiti dalla medesima SGR). Come altresì noto il limite dell'investimento "tipico" può ridursi al 51% laddove almeno il 20% del patrimonio del fondo sia investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione su beni immobili e crediti garantiti da ipoteca.

La realizzazione degli investimenti, dal momento dell'inizio dell'operatività del fondo comunicata alla Banca d'Italia, deve avvenire entro 24 mesi. Per i fondi che investono nel cd. *social housing* ossia «orientati all'investimento in beni immobili a prevalente utilizzo sociale» il limite temporale per l'investimento, ai sensi del c. 3 dell'art. 12 del DM, è innalzato fino a 48 mesi purché «le attività in cui è investito il patrimonio del FIA siano costituite esclusivamente dai beni di cui all'articolo 4, comma 1, lettera d), e da liquidità o strumenti finanziari di elevato merito creditizio e liquidità, destinati al pagamento di oneri di edificazione sulla base di impegni assunti dal gestore, nell'ambito di un programma volto al raggiungimento delle soglie indicate al comma 2 entro quarantotto mesi dall'avvio dell'operatività».

Per quanto attiene alla residua porzione di 1/3 del patrimonio, il fondo è libero di utilizzarlo nei cd. "investimenti residuali" tra i quali si possono annoverare strumenti finanziari quotati e non quotati in mercati regolamentati purché livellati sui profili di rischio e sulla politica di investimento del fondo (quali, ad esempio, le obbligazioni o i titoli di stato di paesi); depositi bancari in denaro; crediti e titoli rappresentativi di crediti; altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con una periodicità stabilita.

Tracciati, in linea generale, i predetti limiti da parte del DM, dalla formulazione di molte disposizioni ivi contenute emerge chiaramente il rimando al regolamento di gestione, come fonte di individuazione del profilo di rischio prescelto e della politica di investimento. Peraltro, per quanto i diversi fondi immobiliari possano tra loro differenziarsi, è

evidente che la natura degli *assets* sottostanti non concede una liquidabilità di breve periodo.

\*

Provando a passare dal piano eminentemente giuridico di individuazione normativa inerente alle operazioni di investimento dei fondi ad un piano squisitamente operativo – pur con tutti i limiti del giurista – di valutazione degli investimenti per poi arrivare, sulla scorta degli argomenti trattati, a proporre una classificazione delle differenti tipologie di fondi in base a quella che viene comunemente definita *asset allocation* (in base alle tipologie di *assets*, alle relative destinazioni d'uso, ecc) che, in via di approssimazione, possono essere divisi nei comparti residenziale, uffici, industriale/logistico e *retail* (intendendosi come tale tutto il comparto relativo ai beni di consumo e agli *shopping centers*) con profili di rischio e di utilizzo degli immobili, molto differenti tra loro.

\*

Sulla scorta di quanto sopra appare possibile differenziare i fondi a seconda del proprio profilo rischio/risultato in quattro grandi tipologie<sup>34</sup>. Il profilo maggiormente conservativo è sicuramente quello dei cd. fondi *core*, caratterizzati da una bassa percentuale di rischio/rendimento – ricordando che rischiosità e rendimento sono direttamente proporzionali in una naturale logica di mercato – e con investimenti effettuati in *assets* ubicati, generalmente, in aree urbane e città di pregio (con un elevato tasso di commerciabilità e appetibilità sul mercato), prevalentemente posti a reddito (locazione, affitti di ramo aziendale, ecc.) a *tenants* dotati di requisiti di particolare solidità mediante rapporti contrattuali di lungo periodo, che consentono (salvo problematiche relative al rapporto contrattuale e/o imprevisti di carattere amministrativo) una soddisfacente *duration* del rendimento, un minimo tasso di *vacancy*<sup>35</sup> del conduttore ed una costanza nei flussi di cassa generati. I fondi *core* effettuano un bassissimo ricorso alla leva finanziaria ed impiegano il patrimonio in immobili di differenti tipologie.

---

<sup>34</sup> CACCIAMANI C., *Real estate*, Milano, 2012, pp. 522 e ss.; da SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1204.

<sup>35</sup> Con tale locuzione si intende la percentuale di spazi (immobili) «vacanti» e cioè che non vengono occupati / locati tra quelli che vengono offerti in vendita/locazione.

Un profilo più propenso al rischio rispetto ai fondi *core* è quello dei cd. fondi *core plus* che ricorrono con maggior propensione alla leva finanziaria e all'indebitamento, con una politica di gestione più aperta all'assunzione dei rischi tipici del mercato immobiliare (tra cui la concessione degli immobili a *tenants* non soltanto di elevato *standing* e solidità, per periodi contrattuali tendenzialmente più brevi, ed un conseguente tasso di *vacancy* maggiore). Il rendimento atteso è generalmente maggiore rispetto ai fondi *core*.

Sotto il profilo di rischio/rendimento può, poi, essere individuata un'altra categoria di fondi caratterizzata da una propensione al rischio – e conseguente redditività – molto più elevata.

Si tratta dei cd. fondi di sviluppo e valorizzazione, anche detti *value added*, che prevedono una politica di investimento indirizzata a beni che necessitano di interventi di riqualificazione, corposa manutenzione e/o cambi di destinazione d'uso. I fondi *value added* orientano le proprie strategie di investimento, molto spesso, anche su aree edificabili o *buildings* dismessi. Si tratta, in ogni caso, di beni contraddistinti da un elevato tasso di *vacancy* ed una strategia commerciale volta alla promozione e al *development* – o sviluppo edilizio e/o degli *iter* amministrativi necessari per la riconversione – con conseguente “*valore aggiunto*” derivante dalla riqualificazione urbanistica e dal riposizionamento di *assets* scarsamente o non utilizzati in precedenza. Questa tipologia di fondi ricorre in modo elevato alla cd. leva finanziaria e sono prevalentemente portati ad una politica di acquisizione, sviluppo e dismissione nel medio periodo, per quanto in certi casi la riconversione sia strumentale ad un posizionamento sul mercato locatizio.

I fondi *value added* generano dei flussi di rendimento non costanti: ragionevolmente più bassi nella fase di sviluppo e, ovviamente, più elevati nella fase di dismissione, in cui viene realizzato il *capital gain*, per quanto la detenzione in portafoglio di beni locati riesce a mediare tali fluttuazioni.

L'ultima tipologia di fondi in questa classificazione rischio/rendimento, è quella dei fondi cd. *opportunistic*.

Il nome, emblematico del profilo di rischio prescelto, individua dei fondi

caratterizzati da un elevatissimo ricorso alla leva finanziaria, che puntano ad impiegare il proprio patrimonio – con una ragionevole mediazione del rischio – su *distressed assets*, operazioni di sviluppo con *development* amministrativo di medio lungo periodo e/o in fase di definizione, in contesti di rinnovamento urbano ed aree periferiche. Il tasso di *vacancy* è generalmente molto elevato e con esso i profili di rischio. I rendimenti sono altrettanto elevati rispetto alle altre tipologie di fondi.

\*

#### **4. Il ricorso alla leva finanziaria.**

La leva finanziaria rappresenta il meccanismo mediante il quale un gestore, accedendo al prestito di liquidità o di titoli, espone finanziariamente l'OICR gestito.

La maggioranza dei fondi immobiliari opera anche attraverso la leva finanziaria, indebitandosi per investire una cifra maggiore rispetto a quella conferita dai sottoscrittori.

Ovviamente la leva consente guadagni maggiori in caso di salita dei valori degli immobili e viceversa. Inoltre, la possibilità di leva finanziaria può acuire per i GEFIA le problematiche di smobilizzo in prossimità della data di scadenza sottolineate al punto precedente.

L'importante impiego di risorse necessarie nel settore immobiliare rende la scelta relativa all'approvvigionamento finanziario assolutamente dirimente ed idonea a determinare il successo o l'insuccesso dell'iniziativa nel medio e lungo termine.

Alcuni autori<sup>36</sup>, hanno rilevato una particolare propensione dei paesi dell'area mediterranea e sudeuropea a ricorrere all'indebitamento bancario come fonte principale di reperimento delle risorse finanziarie, e l'Italia si colloca a pieno titolo in questo novero.

Le scelte sulla composizione della struttura finanziaria contenute nel regolamento di gestione individuano il c.d. leverage, rappresentato dal rapporto tra il capitale di rischio, rappresentato dall'equity investita dai partecipanti al fondo, e la componente relativa al capitale di finanziato a

---

<sup>36</sup> FRATICELLI R. – LUCARONI L., *Gli strumenti di investimento e di finanziamento nel settore immobiliare italiano*, Roma, 2018, 321 e ss.

debito.

Combinando le due componenti – sostanza economica derivante dal richiamo degli impegni assunti in fase di sottoscrizione delle quote di partecipazione e indebitamento – è possibile migliorare i rendimenti consolidando la costituzione del portafoglio immobiliare del fondo e l'utilizzo della leva finanziaria, nei limiti e nelle forme previste, dovrebbe determinare il miglioramento della performance del capitale investito. Al riguardo, la AIFMD nel Considerando n. (49) precisa: *«Dato che è possibile per un GEFIA ricorrere alla leva finanziaria e, in determinate circostanze, contribuire ad accrescere i rischi sistemici o al disordine sui mercati, occorre imporre obblighi specifici a carico dei GEFIA che fanno ricorso alla leva finanziaria»* ex art. 4, par. 1 lett v) AIFMD.

Ai sensi dell'art. 23 c. 1 lett a) e c. 5 della AIFMD il fondo UE gestito e commercializzato nell'Unione Europea, è tenuto a rendere edotti gli investitori *«a. le circostanze in cui il FIA può ricorrere all'utilizzo della leva finanziaria; b. la tipologia e fonti di leva finanziaria autorizzati e relativi rischi associati; c. le eventuali restrizioni all'utilizzo della leva finanziaria e altre disposizioni relative al riutilizzo di garanzie finanziarie e di attività; d. il livello massimo di leva finanziaria autorizzato ad utilizzare per conto del FIA; nonché, periodicamente: e. le eventuali modifiche al livello massimo della leva finanziaria utilizzabile; f. ogni diritto di riutilizzo di garanzie finanziarie o ogni garanzia accordata nel quadro di accordi di leva finanziaria; g. l'importo totale della leva finanziaria utilizzata dal FIA»*.

Ai sensi dell'art. 24 c. 4 della AIFMD, i FIA che fanno ricorso in modo sostanziale alla leva finanziaria (oltre 1/3) devono, altresì, comunicare le informazioni sul livello generale di leva utilizzato, i dati disaggregati dell'uso della leva tra contante e titoli e leva da derivati e la misura di utilizzo delle attività.

Il nostro Regolamento delegato (all'art. 6, c.1) precisa che la leva finanziaria di ciascun FIA è espressa dal rapporto tra esposizione e valore patrimoniale netto (NET ASSET VALUE) del FIA.

I limiti di investimento e di leva massima esercitabile sono contenuti all'interno del regolamento di gestione.



Da ultimo, l'art. 6, comma 1, lett. c), n. 2, del TUF, attribuisce alla Banca d'Italia la possibilità di prevedere, all'interno del citato regolamento, l'applicazione anche per i FIA riservati di limiti di leva finanziaria massima e di norme prudenziali per assicurare la stabilità e l'integrità del mercato finanziario

\*

*Sezione II. Il Proptech e la digitalizzazione del mercato immobiliare.*

## **5. Il mercato immobiliare digitale e i nuovi strumenti a disposizione di investitori e operatori.**

Con il termine *proptech*, derivante dall'unione di "Property" (proprietà immobiliari) e "Technology"<sup>37</sup>, si è soliti intendere il processo di "digitalizzazione del mercato immobiliare".

Secondo il *PropTech Monitor Italia* del Politecnico di Milano, con tale locuzione si identificano tutti quei processi che prevedono l'applicazione di «*soluzioni, tecnologie e strumenti per l'innovazione dei processi, dei prodotti, dei servizi e del mercato nel Real Estate*»<sup>38</sup>.

L'evoluzione tecnologica pone, di continuo, sfide al giurista moderno, il quale è chiamato a individuare costantemente nuove regole per disciplinare le innovazioni che man mano si pongono alla sua attenzione, in una corsa che lo vede perennemente in ritardo.

Una delle innovazioni tecnologiche più recenti e di maggior impatto per il giurista è sicuramente la *blockchain* – che si avrà modo di introdurre nei prossimi paragrafi e di analizzare approfonditamente nel corpo del presente lavoro – che ha portato ad una vera e propria rivoluzione dapprima nel settore finanziario e, man mano, in tutti gli altri settori dell'economia e della finanza<sup>39</sup>. A livello europeo, il fenomeno della digitalizzazione del settore immobiliare è un *trend* che si sta consolidando nell'ultimo decennio, mentre negli Stati Uniti è ormai una solida realtà, basti pensare a *Zillow*, piattaforma lanciata già nel 2006 e che vanta, ad oggi, un database con oltre 110 milioni di immobili.

Come si è avuto modo di esaminare, il comparto immobiliare è un segmento del mercato notoriamente legato alla presenza fisica, in cui

---

<sup>37</sup> La definizione di *proptech* è rinvenibile sul sito <https://www.proptech360.it/tutto-sul-proptech/glossario/proptech-definizione> consultato in data 20 maggio 2022, ove è dato leggere «*Il termine deriva dall'unione di "Property" (proprietà immobiliari) e "Technology"*».

<sup>38</sup> Come spesso accade con concetti legati a cambiamenti ancora in atto, circoscrivere il perimetro esatto del termine "PropTech" non è semplice. Il PropTech Monitor Italia del Politecnico di Milano, ha definito in questo modo l'applicazione della digitalizzazione al mercato *property* e *real estate*.

<sup>39</sup> Per approfondimenti si rimanda a: GIULIANO M., *La blockchain e gli smart contracts nell'innovazione del diritto nel terzo millennio*, in *Dir. Inform.*, 2018, pp. 989-1039; MORO VISCONTI R., *La valutazione delle blockchain: Internet of Value, network digitali e smart transaction*, in *Dir. Ind.*, 2019, pp. 301 e ss.; diffusamente GARAVAGLIA R., *Tutto su Blockchain: Capire la tecnologia e le nuove opportunità*, Milano, 2018, i quali concentrano l'attenzione sui molteplici usi e i diversi ambiti in cui la tecnologia *blockchain* può essere applicata nell'economia moderna - tanto nel settore privato quanto in quello pubblico.

rileva la valutazione *de visu* di un immobile, il contatto diretto tra le parti e negoziazioni spesso non semplici visti i valori in gioco: dopo tutto i beni immobili rappresentano un classico “bene rifugio” oltre che l’ambizione primaria di ogni soggetto inserito nella società.

Ebbene, l’era del cd. *Proptech* è iniziata proprio con attività che hanno digitalizzato questi *steps* mediante l’ideazione e la diffusione di piattaforme di *web marketing* – per raggiungere tramite la rete quante più persone possibile – e strumenti di *digital marketing*, con l’obiettivo di avvicinare l’approccio alle transazioni immobiliari al cittadino comune mediante l’introduzione di visite virtuali e realtà aumentata, banche dati fotografiche, ecc.

La digitalizzazione, dopo qualche tempo, si è estesa dalla fase di *marketing* a quella delle vere e proprie transazioni con la produzione, dapprima, di documenti in formato digitale e, successivamente, con la gestione, con supporto tecnologico, di alcune fasi della negoziazione, quali la redazione e l’esecuzione dei contratti relativi a beni immobili, ma anche la certificazione della documentazione mediante sistemi di DLTs (cd. reti distribuite). Si sono inoltre sviluppate nuove forme di investimento in veri e propri strumenti di “finanza immobiliare digitale” quali, ad esempio, il *crowdfunding* immobiliare.

Senza pretesa di esaustività, in queste pagine introduttive ci si propone di toccare semplicemente alcuni dati relativi alle nuove tendenze economiche (esaminate), operative e giuridiche circa tali strumenti di nuova concezione del comparto *real estate*.

Al giorno d’oggi, ad esempio, è possibile pensare di acquistare immobili in criptovalute<sup>40</sup>, cosa che fino a pochissimi anni fa non sarebbe stata in alcun modo ipotizzabile.

Come si vedrà nei capitoli seguenti è, altresì, all’ordine del giorno il dibattito circa la notarizzazione e automazione dei regimi di pubblicità legale delle transazioni immobiliari e della attribuzione di validità elgale alle transazioni immobiliari effettuate tramite *blockchain* e *smart*

---

<sup>40</sup> Alcuni riferimenti reperibili online sono reperibili ai link <https://www.notaiolevante.com/post/trasferimento-di-immobile-con-corrispettivo-in-bitcoin-vendita-o-permuta>; <https://www.idealista.it/news/finanza/fisco/2018/01/15/124974-acquisto-casa-bitcoin>; <https://www.immobiliare.it/news/comprare-casa-in-bitcoin-le-criptovalute-stanno-conquistando-il-mercato-immobiliare-italiano-48805>.

*contract*<sup>41</sup>.

Un'altra ipotesi allo studio è quella di variare la natura e il formato tecnico di realizzazione di un contratto legale sostituendo al documento redatto tramite *word processing* uno realizzato con un documento XML e dotato di una rappresentazione grafica in CSS.

Ciò consentirebbe una visualizzazione grafica del documento pari a quella tradizionale, ma sarebbe “*machine readable*” per un elaboratore di *smart contract*.

Se nel testo fosse inserito anche il codice *software* alla base dello *smart contract*, nella fase di sottoscrizione del documento con firma digitale tra le parti, si otterrebbe la sottoscrizione sia del contratto tradizionale sia del codice *software* alla base del contratto intelligente che verrà utilizzato nel sistema di contabilità distribuita.

Tra le peculiarità potrebbe segnalarsi, inoltre, un progetto che riguarda digitalizzazione del processo di gestione delle fidejussioni basato su tecnologia *blockchain*<sup>42</sup>; non inerente a beni immobili ma ad un aspetto strettamente interconnesso alle transazioni immobiliari.

Il beneficio immediato di tale strumento sarà la dematerializzazione integrale delle fidejussioni, con la conseguente certezza fornita da tale tecnologia che ridurrà le richieste di verifica di autenticità e le frodi attraverso garanzie contraffatte, a favore delle pubbliche amministrazioni appaltanti.

Ogni innovazione tecnologica, ovviamente, presenta una serie di sfide agli operatori del mercato e ai legislatori nazionali e comunitari, anche in considerazione del fatto che creano nuovi meccanismi e opportunità per i

---

<sup>41</sup> Per una transazione immobiliare l'utilizzo di una criptovaluta (come prezzo eventualmente espresso nell'atto pubblico) pone il problema se si tratti di una vendita (ritenendo la criptovaluta, comunque, denaro) ovvero una permuta (in quanto asset finanziario). Il Bitcoin potrebbe essere considerata anche una valuta estera (ad esempio in quanto adottato come moneta legale da El Salvador), secondo anche l'orientamento, a fini di tassazione, della Direzione Centrale Normativa dell'Agenzia delle Entrate, con la Risoluzione n° 72/E del 2 settembre 2016.

<sup>42</sup> Il progetto per digitalizzare su blockchain il processo di gestione delle fidejussioni è stato promosso da CeTIF, SIA e Reply e vi hanno partecipato anche Banca d'Italia, Ivass e Guardia di Finanza (consultabile al link [https://www.cetif.it/wp-content/uploads/2021/05/CS-SIA\\_Cetif\\_Reply\\_Fideiussioni-Digitali.pdf](https://www.cetif.it/wp-content/uploads/2021/05/CS-SIA_Cetif_Reply_Fideiussioni-Digitali.pdf)). Nella fase pilota sono state gestite oltre 350 fidejussioni (con garanzie tra 10mila euro e 1,4 milioni di euro, importo medio di 275mila euro). Dall'esperimento risulterebbe che l'utilizzo della blockchain e della tecnologia DLT può ridurre di circa il 30% le frodi e dal 10% a oltre il 50% i costi operativi (in base al numero di operazioni).

rapporti commerciali che necessitano di essere regolati, al fine di poter assicurare la salvaguardia dei diritti e della sicurezza dei cittadini e al contempo evitando di limitare i vantaggi, non solo economici, che possono comunque derivare dall'utilizzo di tali nuove tecnologie.

Vi sono quindi una serie di profili di natura legale che vanno attentamente analizzati onde poter delineare il quadro normativo di riferimento e la operatività di tali nuovi strumenti giuridici ed economici.

\*

## **6. Le DLTs come strumento di allocazione ed analisi degli assets immobiliari. Cenni introduttivi.**

Con il termine Distributed Ledger Technologies (DLT) si fa riferimento a “libri mastri” (o registri) elettronici, distribuiti geograficamente su un'ampia rete di nodi, i cui dati sono protetti da potenziali attacchi informatici grazie al fatto che le stesse informazioni sono ridondate, verificate e validate mediante l'adozione di diversi protocolli (o regole) comunemente accettati da ciascun partecipante.

La gestione di tali registri è di fatto decentralizzata, in quanto l'archiviazione in modo sicuro di informazioni criptate è basata su algoritmi di consenso che coinvolgono tutti o parte dei partecipanti, ovvero su meccanismi utili a far sì che tutti i nodi della rete concordino sull'insieme di transazioni valide<sup>43</sup>.

Nel prosieguo della presente trattazione (e come, in parte, anticipato nel precedente paragrafo) si analizzeranno dettagliatamente i possibili utilizzi delle cd. reti distribuite o decentralizzate, ed in particolare della tecnologia *blockchain* che di esse è parte, ai fini delle transazioni immobiliari. Nella presente sede introduttiva è, però, quantomai opportuno descrivere il funzionamento di massima di tali strumenti.

La *blockchain* è una rete decentralizzata che ha una cronologia condivisa comune e la aggiorna elaborando inputs (le transazioni) che arrivano dall'esterno secondo una serie di regole prescritte in un protocollo. Una

---

<sup>43</sup> Secondo la definizione che di DLT fornisce l'UIBM, reperibile al link <https://uibm.mise.gov.it/index.php/en/lotta-alla-contraffazione/servizi-per-imprese-e-consumatori/tecnologie-anticontraffazione/sot-servizio-orientamento-tecnologie-anticontraffazione/tecnologie-distributed-ledger> consultato in data 6 settembre 2022.

delle particolarità di questo sistema è che tutto questo processo viene effettuato senza alcun tipo di coordinamento centrale, bensì viene svolto da migliaia di dispositivi diversi sparsi per il mondo. Questo *database* è strutturato come una catena di blocchi contenenti transazioni, correlati tra loro secondo un principio cronologico e la cui integrità è assicurata da un sistema di algoritmi e da varie regole crittografiche, ed esso, insieme al relativo sistema di transazioni, è distribuito fra gli utenti di una rete. La *blockchain* è dotata alcune peculiarità, prima fra tutte la decentralizzazione: a differenza, infatti, delle transazioni eseguite con le banche, le transazioni su *blockchain* non sono controllate né mediate da banche o governi e questo comporta da un lato l'impossibilità di censurare queste operazioni, dall'altro la sostituzione di queste terze parti con un registro di dati distribuito fra tutti coloro che partecipano alla rete, ossia coloro (i cosiddetti "nodi") che memorizzano la cronologia della *blockchain* nei loro dispositivi. Rimuovendo l'attività al vertice, queste transazioni avverranno quindi senza intermediari.

Altro punto di forza della *blockchain* è la trasparenza delle transazioni effettuate: ogni identificativo di una transazione è unico e il suo inserimento in un blocco ne consentirà la visione dato che esse sono visibili pubblicamente.

Infine, e si tornerà più avanti sull'importanza di questo aspetto, le transazioni effettuate grazie alla *blockchain* sono immutabili: una volta effettuate, infatti, esse non potranno essere né modificate né cancellate, neanche in caso di, improbabile, hackeraggio del blocco che le contiene.

Nella *blockchain* intesa come registro vengono registrati due tipi di dati: le transazioni vere e proprie, poste in essere dai partecipanti alla catena, e i blocchi, ossia le registrazioni delle diverse transazioni, ordinate cronologicamente ed aggiornate. Ciascun blocco è collegato irreversibilmente a quello precedente tramite una particolare operazione logaritmica che prende il nome di funzione di Hash e forma, in tal modo, la catena di blocchi (la "*blockchain*" appunto) accessibile e consultabile da tutti gli altri nodi della rete. Prima di essere aggiunto alla catena, ogni blocco è controllato, validato e crittografato da alcuni dei nodi (c.d. "*miner*" che vengono retribuiti per questa attività) tramite la soluzione di

un'operazione matematica e risulta così a prova di manomissione. A questa *blockchain* così descritta possono di norma accedere e prendere visione tutti, trattandosi di una catena pubblica o "*permissionless*". Esistono, però, *blockchain* private o "*permissioned*" che, a differenza di quelle pubbliche, sono accessibili soltanto a soggetti noti e verificati, come ad esempio i dipendenti di un'azienda privata. Un soggetto, quindi, può partecipare a tale tipologia di *blockchain* solo se ciò gli viene concesso, previa autenticazione e solo dopo che la sua autenticazione viene convalidata, secondo regole predefinite. La principale distinzione tra *blockchain permissionless* e quelle *permissioned*, quindi, sta nel fatto che in quest'ultima tipologia di blockchain vi è un'autorità centrale che predetermina chi è autorizzato a partecipare alla rete.

Il settore in cui si è verificata la nascita prima, e la diffusione poi, di questa tecnologia è stato quello delle monete virtuali: a fine 2008 una o più persone sotto lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto<sup>44</sup> hanno ideato un metodo di pagamento basato su una moneta elettronica (in questo caso bitcoin) completamente paritetica<sup>45</sup> che ha rappresentato un primo esempio di valuta non emessa da un organo centrale quale può essere una banca o un governo, in ossequio a quelli che sono i punti di forza della blockchain descritti sopra. A partire dal biennio 2015-16 la *blockchain* si è emancipata dalle monete virtuali iniziando ad assumere una valenza autonoma come tecnologia in sé, applicabile a tanti diversi processi decentralizzati di scambio di beni, materiali e non, in rete.

Il mercato immobiliare, che rappresenta quanto di meno etereo, volatile e astratto possa esistere<sup>46</sup>, è stato anch'esso "risucchiato" nel vortice dell'economia digitale e della *blockchain* e ciò, come si vedrà, ne sta letteralmente stravolgendo le dinamiche.

Le caratteristiche della immutabilità delle informazioni registrate e, nel caso delle *blockchain permissionless*, la loro pubblica accessibilità, fanno sì che lo strumento si presti perfettamente a fungere da sistema di

---

<sup>44</sup> NAKAMOTO S., *Bitcoin: A peer to peer electronic cash system*, 2009, consultabile al link <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

<sup>45</sup> Si veda sul punto MARTELLI G.B., *L'importanza della blockchain nello sviluppo dei business futuri*, 2022, consultabile al link [www.studiomartelli.it](http://www.studiomartelli.it).

<sup>46</sup> ZENO ZENCOVICH V., *Big data ed epistemologia giuridica*, in *Dati e algoritmi, Diritto e diritti nella società digitale*, a cura di FARO S.– FROSINI T.E.– PERUGINELLI G., Bologna, 2020, pp. 16 e ss.

certificazione del mercato immobiliare<sup>47</sup>.

È operazione agevole, infatti, registrare su blockchain l'impronta digitale di un qualsiasi documento, che potrebbe contenere informazioni strutturali, catastali, o altro inerente un determinato bene immobile, e conservarla in maniera inalterata. È anche possibile archiviare questi documenti e generare un *token* non fungibile che permetta di verificare le caratteristiche dell'immobile o avere accesso ad informazioni a questo relative, che potrebbero comprendere anche gli atti di provenienza, contratti preliminari, o anche solo offerte d'acquisto.

Interessante da questo punto di vista la soluzione ideata dalla *proptech* Kaaja per semplificare le compravendite immobiliari in Italia attraverso la notarizzazione di tutte le sue proprietà su *blockchain*<sup>48</sup>. Una larga diffusione di un sistema di certificazione delle informazioni e di disponibilità ad ampio spettro costituisce certamente un vantaggio per il mercato immobiliare e per la diffusione di iniziative basate sulla tokenizzazione di asset immobiliari.

Tuttavia, la registrazione di informazioni su blockchain e l'emissione di token non fungibili che contengano tali informazioni assicura la loro inalterabilità, non già la loro veridicità o legittimità.

Per tale aspetto un sistema di certificazione del mercato immobiliare, difficilmente potrebbe funzionare in maniera assolutamente decentralizzata e *trustless*, a meno che non venga escogitata una soluzione al problema della autenticità e correttezza dell'informazione archiviata.

Si potrebbe pensare che se tale profilo incide certamente sul versante "interno" di valutazione degli *assets* immobiliari da parte del soggetto deputato al loro acquisto (ad es. la SGR), non è detto che, sul versante "esterno" di proposta dell'investimento al mercato, il sistema si differenzi di molto dall'attuale. Al giorno d'oggi, infatti, è raro che il singolo

---

<sup>47</sup> Sono diversi i progetti di notarizzazione negli ambiti più disparati. Tra i vari: <https://notarizzazione.almaviva.it/>; <https://notarizzazione.cloud/>; <https://knobs.it/notarizzazione-come-notarizzare-file-e-creare-nft-su-blockchain/> consultato in data 20 maggio 2022;

<sup>48</sup> Si veda <https://re2bit.com/2022/05/10/kaaja-avvia-la-notarizzazione-delle-proprietà-immobiliari-su-blockchain/>: "Gli utenti di Kaaja da oggi saranno in grado di verificare l'autenticità e la tracciabilità di tutte le informazioni pubblicate online, così come – a regime – anche la consultazione di tutte le offerte, dell'aggiudicazione degli immobili e degli atti preliminari di vendita".



investitore valuti un fondo, che contiene un paniere di *assets* molto variegato e corposo, sulla scorta di informazioni inerenti ai singoli beni immobili (si è più volte ribadito che il fondo è primariamente uno strumento finanziario e non partecipativo di un'operazione immobiliare nella sua materialità) per cui, l'applicazione pratica di una *tokenizzazione* piena ed una notarizzazione del settore immobiliare potrebbe non comportare radicali differenze nell'operatività dei fondi.

E' innegabile, però, che la pubblicità delle informazioni legate agli *assets* immobiliari, l'evidenza degli titoli edilizi e delle certificazioni di cui sono in possesso e, soprattutto, la legittimità delle vicende circolatorie rappresentano aspetti chiavi del settore, potenzialmente riscontrabili da tutti con l'attuale sistema e dirimenti in punto di eventuali responsabilità relative agli *assets*, al loro perimento, alla loro titolarità, alla legittimità degli interventi di development.

Allo stato della normativa vigente che governa il settore del risparmio gestito e degli organismi di investimento collettivo, l'immediata trasmigrazione integrale di tutte le informazioni su *blockchain* appare, invero, poco realizzabile.

Certamente nel medio periodo, e previo riassetto dell'infrastruttura normativa generale e settoriale oltre che dell'impianto di vigilanza esistente, il fenomeno potrebbe determinare una rivoluzione anche nel settore del risparmio gestito con sottostante immobiliare.

\*

## **7. La *tokenizzazione* degli *assets* immobiliari. Cenni sul *crowdfunding* immobiliare.**

Negli ultimi anni l'utilizzo della *blockchain* e degli strumenti che questa offre, quali *token* e *smart contracts*, sta avendo una importante diffusione del settore immobiliare, verso il quale, almeno inizialmente, si era avuta maggiore diffidenza circa un loro concreto utilizzo<sup>49</sup> a causa delle difficoltà concettuali di *tokenizzare* i diritti proprietà su beni materiali, *in primis* su beni immobili.

---

<sup>49</sup> Per una definizione di proptech e per una panoramica sui più recenti sviluppi si è fatto diffusamente riferimento al sito raggiungibile al link <https://www.proptech360.it>.

Un *token*<sup>50</sup> altro non è che il risultato dell'elaborazione di uno *smart contract* ospitato su una *blockchain*, che rappresenta e assegna diritti al suo titolare, trasferibile senza l'azione di un intermediario ma secondo le regole di funzionamento dello *smart contract* che lo ha generato, il tutto attraverso un insieme di informazioni digitali registrate, per l'appunto, nella "catena di blocchi", decentralizzata sui vari nodi che ne conservano le registrazioni<sup>51</sup>.

Esula dall'ambito di questo lavoro analizzare con dettaglio tali strumenti, che si danno per conosciuti dal lettore, quanto più si prova, senza ambizione di esaustività, ad intravedere quale possa essere l'utilizzo concreto nell'ambito del mercato sottostante agli istituti trattati.

L'innovazione tecnologica, e molti degli strumenti appena citati, è stata già oggetto di disciplina normativa anche nel nostro paese (D.L. 14 dicembre 2018, n. 135, convertito in L. 11 febbraio 2019, n. 12 che ha introdotto all'art. 8-ter, rispettivamente ai commi 1 e 2, la definizione di "tecnologie basate su registri distribuiti" (anche note come *DLT*, *distributed ledger technologies*) e di "smart contracts".

L'inserimento di informazioni nel registro distribuito è regolato dal protocollo della *blockchain*, il quale ne garantisce altresì l'inalterabilità<sup>52</sup>. Attraverso gli *smart contracts* diviene possibile la circolazione dei *token* e, con essi, il trasferimento di ricchezza legato al loro *asset* sottostante.

La possibilità di realizzare *token* in grado di circolare e trasferire ricchezza ha dato spazio allo sviluppo di nuove forme di raccolta del risparmio, quali le *Initial Coin Offering* (semplicemente "ICO").

Le ICOs, in genere, conferiscono a coloro i quali partecipano all'offerta l'acquisizione di un bene - un *token*, appunto - il quale garantisce ai proprietari la possibilità «*to use or govern a network that the promoters*

---

<sup>50</sup> Tratto da <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/differenza-tra-token-fungibili-e-token-non-fungibili.htm> consultato in data 20 maggio 2022. L'Osservatorio Digital Innovation del Politecnico di Milano ha definito il token come "un'informazione digitale, registrata su un registro distribuito, univocamente associata a uno e un solo specifico utente del sistema e rappresentativa di una qualche forma di diritto: la proprietà di un asset, l'accesso a un servizio, la ricezione di un pagamento, e così via".

<sup>51</sup> ZAMBARDINO F., *La tokenizzazione del settore immobiliare*, in *Ianus*, 2020, n. 21, 83.

<sup>52</sup> DE CARIA R., *Il diritto di fronte alla tokenizzazione dell'economia*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2020, 856: osserva che «per alterare al sequenza dei blocchi che costituiscono il registro sarebbe necessario la sequenza solo al prezzo di un dispendio di energia, e conseguentemente economico, proibitivo, che dunque disincentiva in massimo grado la corruzione dei dati e ne garantisce con elevatissimo grado di probabilità l'immutabilità»

*plan to develop with the funds raised through the sale»<sup>53</sup>.*

Tali tipi di offerte sono caratterizzate dalla presenza di alcuni elementi quali la decentralizzazione, la collocazione in un'area finanziaria virtuale atterritoriale e, ovviamente, la dematerializzazione derivante dalla loro esistenza solo nel mondo digitale<sup>54</sup>.

Ecco quindi che attraverso la *tokenizzazione* è possibile attuare un processo di raccolta fondi mediante impiego di valuta *fiat* o di criptovalute o altri token. Alcuni autori hanno sostenuto che attraverso la *tokenizzazione* viene ad attuarsi un processo simile a quello che in finanza viene indicato con *commodification* delle materie prime, con possibilità di attuare scambi e forme di speculazione<sup>55</sup>.

La sfida che il giurista è chiamato a raccogliere consiste nella possibilità di *tokenizzare* il diritto di proprietà, frammentarlo in piccole unità e creare forme di titolarità (o contitolarità) sui beni che, almeno in apparenza, risultino diverse dalla classica comproprietà<sup>56</sup>.

Può risultare utile partire da un esempio: Tizio è proprietario di uno o più immobili, vorrebbe impiegarli per una certa attività, ma necessita di liquidità per opere di ristrutturazione e adeguamento, di cui non dispone. Il denaro di cui necessita è inferiore anche solo al valore di uno dei suoi immobili, per cui la vendita di uno di questi potrebbe risultare una soluzione eccessiva.

Secondo l'esperienza comune, Tizio dovrebbe ottenere un finanziamento bancario garantito da ipoteca su uno degli immobili.

Laddove però Tizio *tokenizzi* il diritto di proprietà su uno dei suoi immobili attraverso uno *smart contract*. Poi offre un certo numero di *token* a potenziali investitori, i quali possono acquistarli usando valuta

---

<sup>53</sup> ZAMBARDINO F., op. cit., 84, che in nota n. 7 cita COHNEY S. – HOFFMAN D. - SKLAROFF J.- WISHNICK D., *Coin-Operated Capitalism*, in *Colum. L. Rev.*, 2019, 593 in cui, per esempio, «[i]t would be as if Coca-Cola had funded its initial deployment of vending machines through the sale of tokens its machines might one day require. The token holders' interests would have been imperfectly aligned with the interests of investors who owned shares in Coca-Cola, Inc. Rather than caring about share value, they would have cared about token value, which would relate to the supply of the tokens and demand for vended Coke».

<sup>54</sup> RULLI E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista ODC*, 2019.

<sup>55</sup> Diffusamente S. CALIANDRO S., *Blockchain e tokenizzazione immobiliare: svolta per il futuro*, in *Crypto & Blockchain, Economia*, Milano, 2019.

<sup>56</sup> BERENTSEN A.- MARKHEIM M., *Real estate tokenization as an alternative investment solution*, in *MPRA – Munich Personal RePEc Archive*, 2022, reperibile al link <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/115307/> consultato in data 28 novembre 2022.

fiat o criptovaluta. Dell'emissione dei token e della loro circolazione resta traccia immutabile nella *blockchain*. Verrebbe ad attuarsi in tal modo un vero e proprio frazionamento digitale della proprietà<sup>57</sup>.

Una tale soluzione offre diversi vantaggi: Tizio non deve vendere il suo immobile, né ricorrere al credito bancario e alla costituzione di una garanzia reale, con notevole risparmio in termini sia di tempo che di costi. I token rappresentano delle unità assai piccole, il che rende possibile l'investimento per una più ampia platea che non dispone di importanti risorse. La riduzione dei costi transattivi rende possibili investimenti di piccolo taglio che con gli strumenti tradizionali risulterebbero assolutamente antieconomici.

Un bene per definizione illiquido, come quello immobile, diverrebbe indirettamente liquido per mezzo della *tokenizzazione* del diritto di proprietà, gestita attraverso *smart contracts* che consentono di eseguire transazioni veloci, assai economiche, che non necessitano di intermediari. Una accurata ideazione dello *smart contracts*, che sembra per vero ancora suscettibile di ampi margini di miglioramento, consentirebbe anche di avere trasparenza delle transazioni che, una volta registrate sulla *blockchain*, resteranno conservate in maniera immutata.

La soluzione è certamente accattivante, ma le questioni giuridiche a questa sottese sono di tutt'altro che facile soluzione.

Per rimanere attinenti al tema del presente lavoro e cercando di operare un parallelismo con il fenomeno sotteso ai fondi di investimento immobiliare, si potrebbe osservare che una soluzione come quella da ultimo figurata darebbe luogo ad un fenomeno parzialmente assimilabile da quello che si realizza con un fondo immobiliare, o una semplice società d'investimento in questo settore, in cui i singoli sottoscrittori o soci sono titolari di una quota non di un bene, ma rispettivamente del fondo o della società, che sono poi a loro volta i proprietari effettivi del

---

<sup>57</sup> WANDMACHER R. – WEGMAN N. , *Tokenization and Securitization - A Comparison with Reference to Distributed Ledger Technology*, in *Facetten der Digitalisierung. Schriften der accadis Hochschule* a cura di Thorauer e Kexel, Wiesbaden, 2020, pp. 157 e ss.. In questo senso, secondo gli autori, «*Distributed Ledger Technology introduces the opportunity to create a digital representation, a so-called token, of a given asset and might lead to the elimination of process steps or even of parties involved in the traditional securitization process. By creating DLT-based digital representatives, assets may be fractionalized which may increase liquidity and tradability of the given assets. The aforementioned process of creating asset representing tokens can be described in the wording of tokenization*».

bene in questione.

In questo caso, invece, ciò che la *tokenizzazione* vorrebbe realizzare con la creazione di una *smart property*, è proprio la frammentazione del diritto di proprietà stesso in una miriade di rapporti, ciascuno dei quali poi suscettibile di trasmissione a terzi in un mercato secondario<sup>58</sup> e trasformazione di un mercato tradizionalmente illiquido in uno liquido, per natura strettamente connesso agli aspetti territoriali in un mercato privo di restrizioni geografiche.

All'evidenza utilizzare uno strumento tecnico che consenta tale parcellizzazione e circolazione semplificata non equivale, di per sé, a garantire una maggiore diffusione dell'investimento tramite fondi (che sono, invece, strutturalmente organizzati mediante una cartolarizzazione delle partecipazioni, sempre nell'ottica di rendere fruibile, anche alla più piccola clientela *retail* l'approccio ad un mercato complesso).

I due strumenti condividono, apparentemente, soltanto la finalità semplificatrice, l'uno nel semplificare l'investimento, nel semplificare il mezzo di approccio a tale investimento.

Peraltro, un punto di reale contatto si potrebbe trovare soltanto in sede di remunerazione degli investimenti atteso che i frutti prodotti dall'*asset* fisico verrebbero poi ripartiti tra i partecipanti titolari dei token rappresentativi dei diritti di proprietà. Ma non solo. La circolazione di questi token potrebbe dar luogo ad una variazione del loro valore che rifletta sia il valore del bene cui sono ancorati, sia la sua capacità di produrre reddito, sia la domanda presente sul mercato secondario.

Tuttavia una simile operazione è assai difficile da ricondurre alle modalità attualmente ammesse dal nostro ordinamento di circolazione dei beni immobili, che prevedono com'è ben noto un controllo e intermediazione notarile per garantire l'opponibilità a terzi. La *tokenizzazione* tende a realizzare una fuga in avanti, in cui l'intermediazione notarile è superata dalla certezza e opponibilità a qualunque terzo garantita dall'immutabilità della blockchain, ma a diritto invariato non pare sia praticabile, quanto meno negli ordinamenti appunto con notariato di tipo latino.

---

<sup>58</sup> DE CARIA R., op. cit., 859.

Inoltre, il diritto di proprietà in parte riconcettualizzato (il che è certamente possibile) come un diritto che ha ad oggetto informazioni, non cose/beni, e quindi come un sistema di comunicazione e conservazione di informazioni<sup>59</sup>.

Si ritiene quindi, che allo stato attuale del diritto interno, sia necessario inserire un ulteriore *layer* tra il diritto di proprietà e i diritti rappresentati dai token. Ecco quindi che i token potrebbero essere rappresentativi di diritti patrimoniali su azioni della società proprietaria di uno o più asset immobiliari, o per mezzo di quote di un fondo di investimento, attraverso un contratto la cui esecuzione venga resa inviolabile per mezzo di uno *smart contract*, il quale eseguirà in automatico alcune operazioni, come il pagamento dei frutti spettanti per ciascun *token* e la registrazione della loro circolazione<sup>60</sup>.

Un tentativo per cercare di creare un legame meno indiretto tra token e diritto di proprietà potrebbe essere attuato attraverso l'istituzione di un *trust*, il cui trustee emetta dei token per acquistare degli asset immobiliari e i token rappresentino la *beneficial ownership* sul fondo in *trust*<sup>61</sup>.

All'evidenza quindi, anche il comparto dei fondi immobiliari ben potrebbe dotarsi di strumenti quali i *token*, da consegnare ai sottoscrittori al fine di munirli di uno strumento di rapida e diretta rappresentazione dei propri diritti partecipativi nel fondo. I sottoscrittori ben potrebbero valersi di tali *token* e, ad esempio, negoziarli su mercati o consentire a terzi, ad esempio, di costituirvi diritti a garanzia dei crediti concessi al detentore del *token*, ecc.

\*

Sotto il profilo della digitalizzazione, un ulteriore importante strumento di digitalizzazione del mercato immobiliare è rappresentato dal

---

<sup>59</sup> DE CARIA R., op. cit., 863.

<sup>60</sup> Sono riportati alcuni esempi di tokenizzazione di assett immobiliari in ZAMBARDINO F., op. cit., 94 e ss., ove sono riportati: il caso del St. Regis Aspen Resort; l'operazione condotta da RealHouse Srl che ha visto la creazione di un equity token della società Immobiliare Casati Srl, denominato RHC1, dotato di un proprio valore intrinseco e legato a un sottostante immobiliare composto da due palazzine site in Piazza Casati, a Roma, il cui valore complessivo di raccolta è stato stimato in 3 milioni di euro ed infine la realizzazione di un parcheggio nel Tech Park di Lubiana.

<sup>61</sup> Nel caso St. Regis Aspen Resort, l'operazione di emissione dei token è avvenuta appunto per mezzo di un real estate investment trust – <https://www.aspentimes.com/trending/in-18-million-deal-nearly-one-fifth-of-st-regis-aspen-sells-through-digital-tokens/> consultato in data 20 maggio 2022.

*crowdfunding*.

Per ragioni di economia della presente trattazione non ci si potrà approfondire in una dettagliata disamina dello strumento che merita, comunque, un cenno visto la sua centralità nel sistema della nuova finanza immobiliare digitale.

Mediante lo strumento del *crowdfunding* immobiliare (o Real Estate crowdfunding), attraverso una piattaforma, si partecipa al finanziamento di una operazione immobiliare e il mercato secondario di crediti *non performing* con sottostante immobiliare<sup>62</sup>.

In tal modo si consente agli investitori di finanziare progetti imprenditoriali legati al settore immobiliare facendo ricorso al *funding* presso gli investitori e i risparmiatori con un principio simile a quello dei fondi immobiliari i quali, però, godono di strutture e consistenze finanziarie completamente differenti.

A differenza della *tokenizzazione*, quindi, non c'è il rilascio di alcun *token* (inteso come la frazione ideale di immobile che possa essere scambiata sui mercati) ma semplicemente l'aspettativa della remunerazione del proprio investimento.

Le piattaforme che consentono di investire nel *crowdfunding* immobiliare possono essere di diversi tipi.

Le piattaforme equity c. sono quelle su cui ogni utente interessato sottoscrive quote di capitale di rischio della società titolare del progetto imprenditoriale.

Le piattaforme lending sono basate sulla concessione di un prestito ai promotori del progetto immobiliare, rimborsato poi attraverso una remunerazione fissa o indicizzata.

Le piattaforme ibride utilizzano, invece, entrambi i sistemi.

*Equity crowdfunding*, *Debt crowdfunding* e *Lending crowdfunding* sono definiti anche come “*Crowdinvesting*”, perché a fronte del proprio investimento o del proprio prestito, l'investitore si aspetta di ottenere un rendimento sul capitale<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Cfr. Regolamento Consob n. 18592/2013 aggiornato con delibera n. 21259/2020.

<sup>63</sup> In Italia le Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali sono contemplate nell'Art. 100-ter del DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58 -Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 (Servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento mobiliare e degli enti creditizi: criteri di

A loro volta, i progetti di *crowdfunding* immobiliare possono essere di diversi tipi:

- *Buy to Sell*: acquisizione di una o più aree edificabili/immobili esistenti con conseguente costruzione/ristrutturazione al fine di vendere le strutture;
- *Buy to Rent*: acquisizione di uno o più immobili che vengono messi a reddito tramite locazione, in alcuni casi dopo essere stati ristrutturati;
- *Rent to Rent*: la società acquisisce in locazione una o più strutture, le quali vengono poi sublocate.

L'Italia è il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una normativa specifica e organica sul *crowdfundig*, purtuttavia dedicata solo alla negoziazione di partecipazioni sociali (*equity-based*). Si tratta di un modello complesso ed introdotto per la prima volta nel 2012 tramite il c.d. "Decreto crescita 2.0", reso successivamente operativo per mezzo di regolamenti emanati dalla Consob.

Tale disciplina dell'*equity crowdfunding* ha subito negli anni diverse modifiche, variandone caratteristiche e peculiarità in modo significativo con l'obiettivo di sviluppare un sistema normativo in grado di favorire la capitalizzazione e il finanziamento delle piccole-medie imprese (PMI) anche da parte delle entità non bancarie.

Il D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015 («Decreto Investment Impact») ha difatti consentito l'accesso al *crowdfunding* anche alle aziende qualificate come 'PMI innovative, oltre a dare la possibilità anche a organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che investono prevalentemente in start-up/PMI innovative di collocare online – tramite, appunto, l'*equity crowdfunding* – i propri capitali.

Più di recente, la Legge di Bilancio 2017 del Senato, all'art. 1, comma 70, ha concesso la quotazione tramite portali di *crowdfunding* anche alle PMI, non innovative, ma costituite nella forma di società per azioni (S.p.A.).

Infine, il Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017 («*Disposizioni urgenti in*

---

delega) della legge 6 febbraio 1996, n. 52. (Entrata in vigore del decreto: 1-7-1998, Ultimo aggiornamento all'atto pubblicato il 17/01/2022).



*materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo»*) ha, definitivamente, esteso la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le PMI. Tale novità è stata introdotta, in particolar modo, dal primo comma dall'art. 57 sull'attrazione per gli investimenti del suddetto Decreto. L'effettiva entrata in vigore del provvedimento è avvenuta a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo Regolamento Consob sull'*equity crowdfunding*.

\*

## **8. Dalla digitalizzazione di immobili reali alla realizzazione di immobili digitali. L'approccio dei fondi immobiliari al mondo del cd. metaverso.**

Tutti gli strumenti finora analizzati riguardavano immobili reali i quali, oggetto di campagne di *crowdfunding* ovvero idealmente *tokenizzati*, venivano collocati sul mercato ai fini dell'attrazione di investimenti.

Fino a tempi recentissimi, infatti, l'unica modalità di digitalizzare il mercato immobiliare era, per l'appunto, la digitalizzazione di *assets* reali. Nell'ambito di questa panoramica sulle nuove forme del *proptech* e dell'operatività dei fondi sui mercati immobiliari digitali, non può non menzionarsi il cd. metaverso.

Il cd. metaverso ribalta letteralmente questa prospettiva creando, dal nulla, mondi digitali, in alcuni casi perfettamente fedeli al mondo reale, con una riproduzione dettagliata di città, immobili, monumenti, ecc. ed attrae investitori ed operatori in un mondo digitale nativo, completamente da esplorare, sviluppare, colonizzare e trasformare.

Ad ottobre 2021 il fondatore di Facebook, e proprietario anche di WhatsApp ed Instagram<sup>64</sup>, Mark Zuckerberg esternò la propria volontà di utilizzare le sue piattaforme *social* come trampolino di lancio per la creazione di un metaverso a portata di tutti. Lo scopo da lui dichiarato è infatti quello di creare un metaverso “senza porte di accesso”, in cui non

---

<sup>64</sup> Queste piattaforme social raccolgono complessivamente circa 5 miliardi di utenze, anche per questi motivi a tale “lancio” ha fatto seguito una rapida e proficua raccolta di fondi diretti alla realizzazione del metaverso pensato da Zuckerberg.

servano particolari browser per accedervi<sup>65</sup> ma un semplice visore 3D o un visore di realtà aumentata.

Per cercare di ulteriormente contestualizzare lo strumento, va detto che il metaverso moderno viene quindi pensato innanzitutto come un luogo facilmente accessibile e poi come un luogo in cui chiunque possa creare il proprio avatar, “dargli vita” e far svolgere lui le attività che desidera, ivi compresi gli acquisti di beni o servizi messi a disposizione in questo mondo virtuale<sup>66</sup>. Volendo inquadrare il metaverso si potrebbe definirlo come una serie di spazi virtuali tridimensionali, accessibili grazie agli strumenti sopracitati, messi a disposizione non solo dalle grandi piattaforme ma anche dagli utenti per altri utenti, dove questi ultimi possono muoversi liberamente utilizzando degli avatar con cui si può giocare, creare oggetti o negozi, lavorare e anche concludere accordi commerciali utilizzando valute sia reali che virtuali<sup>67</sup>. Un’ulteriore importante applicazione del metaverso consiste nella possibilità, molto sfruttata dalle grandi aziende che si sono immediatamente accodate al “lancio” di Zuckerberg, di far testare i propri prodotti nel metaverso al fine di indurre i potenziali clienti ad acquistarli, non solo nel mondo virtuale ma anche in quello reale. Tra i vari prodotti che, come scritto poc’anzi, gli utenti del metaverso possono provare attraverso i loro avatar virtuali in 3D vi sono anche beni immobili in una fase antecedente a quella della loro realizzazione nel mondo reale. Per questi motivi, nonostante attualmente il metaverso sia più un innovativo mezzo di divulgazione per il mondo dei videogiochi, del marketing e della comunicazione, tra i vari segmenti economici coinvolti in questa nuova dimensione digitale anche quello immobiliare sta trovando una sua naturale collocazione seguita da una rapida crescita<sup>68</sup>. Uno dei punti di forza delle compravendite immobiliari realizzabili sul metaverso risiede

---

<sup>65</sup> Non stiamo, infatti, parlando di concetti come ad esempio il dark web, in cui per accedere sono necessari dispositivi o browser particolari, o chiavi d’accesso fornite da altri utenti. Il metaverso pensato da Zuckerberg non è altro che un mondo virtuale in cui si trovano trasposizioni in 3D di oggetti reali di vario genere e di luoghi reali a cui chiunque può avere accesso.

<sup>66</sup> <https://www.ilgiorno.it/tech/metaverso-come-entrare-1.7182330>

<sup>67</sup> <https://www.matthewball.vc/all/forwardtothemetaverseprimer> o anche <https://www.ionos.it/digitalguide/online-marketing/social-media/il-metaverso/>

<sup>68</sup> ZIRNSTEIN F., *Rapporto del Direttore Generale in Analisi di Scenari Immobiliari*, presentata in occasione del Convegno *Forum dell’Abitare 2022*, Milano, su <https://www.scenari-immobiliari.it/mc-events/forum-dellabitare-2022/>.

certamente nella possibilità di far incontrare persone, acquirenti e compratori, che difficilmente si incontrerebbero nella realtà.

Anche su tale aspetto la pandemia (e con essa le limitazioni di fruire di spazi all'aperto reali, frequentare luoghi pubblici, accedere ad esercizi commerciali, incontrare persone, ecc.) ha giocato, senza dubbio, un ruolo determinante.

L'aumento degli investimenti nel metaverso è esploso infatti nel periodo post pandemico, alla fine del 2021: fino all'anno precedente, infatti, il numero di transazioni era estremamente limitato e, dalle prime compravendite sul metaverso *Superworld* nel 2018, aveva totalizzato circa 62 milioni di euro in tre anni.

La svolta anche qui è coincisa con le dichiarazioni Mark Zuckerberg che hanno portato ad un enorme aumento del volume degli scambi a partire dalla fine del 2021, nonché alla creazione di ulteriori metaversi, alcuni dei quali dedicati specificatamente al mercato delle compravendite immobiliari.

Gennaio e Febbraio 2022, infatti, hanno chiuso entrambi con circa 80 milioni di euro di allocazioni censite, prima di un fisiologico calo nei mesi successivi. Nel marzo 2022, poi, è stata annunciata la creazione di un nuovo metaverso, Otherside, che ha portato sul mercato circa 55.000 lotti di terreno digitale, ceduti in pochi giorni di fronte ad un corrispettivo totale di circa 790 milioni di euro. Naturalmente, si tratta di un nuovo mercato digitale nel mondo immobiliare che sta muovendo i primi passi, è nelle sue prime fasi di sviluppo ed evoluzione, e ciò significa innanzitutto due cose: si stanno tracciando i primi percorsi, si stanno facendo i primi affari, all'interno di una prateria sterminata da esplorare e colonizzare; e, allo stesso tempo bisogna stare in guardia da possibili bolle speculative. I prezzi sono determinati dalla domanda e dall'offerta, ma anche dalla quantità di liquidità che circola in un mercato e, aumentando l'offerta di denaro, aumentano anche i prezzi<sup>69</sup>. Così come il mercato immobiliare "reale" è stato al centro di bolle speculative che hanno portato poi a conseguenze catastrofiche (la crisi dei mutui subprime nel

---

<sup>69</sup> CASINI S., *Investimenti immobiliari nel metaverso: 3,5 miliardi entro il 2025*, 2022, su PropTech360, reperibile al link <https://www.proptech360.it/tecnologie/investimenti-immobiliari-nel-metaverso-35-miliardi-entro-il-2025/>

2008 ne è l'esempio massimo), anche quello virtuale può essere esposto ai medesimi rischi. Tra tutte le realtà esistenti, spiccano le transazioni effettuate nel metaverso Sandbox che nel 2021 ha fatto registrare i maggiori livelli di scambi, con 65.000 transazioni e un totale di 350 milioni di dollari di investimenti. Un risultato tre volte superiore a quanto raggiunto dal secondo metaverso più grande, Decentraland, che per lo stesso anno di compravendite ne ha realizzate 21.000, per un valore totale di 110 milioni di dollari. Il mercato immobiliare nel metaverso è quindi in costante sviluppo, con un volume di affari in forte espansione e con grande attenzione anche nei confronti dell'asset immobiliare costituito dai metaterreni, considerati oggi meno rischiosi di altri tipi di investimento. Attualmente si stima che il valore complessivo del patrimonio immobiliare nei metaverso ammonterà a quasi 2.5 miliardi di euro entro la fine del 2022 e che potrebbe crescere nel corso del prossimo triennio, fino a sfiorare i 28 miliardi di euro nel 2025.

Interessante è, però, notare il legame tra la *tokenizzazione*, gli *smart contracts* ed il metaverso. I meccanismi di vendita di lotti di terreni su cui poi realizzare immobile, o di questi ultimi direttamente, avvengono con le stesse modalità contrattuali utilizzate da chiunque nel mondo reale. Tuttavia è importante tenere a mente che non esiste una regolamentazione del mercato nel metaverso e che le transazioni possono essere concluse soltanto attraverso gli *smart contracts* e, a seconda del metaverso in cui avviene la transazione, potrebbe essere possibile il pagamento soltanto attraverso monete virtuali<sup>70</sup>.

Altro strumento imprescindibile per potere effettuare compravendite, non solo di immobili, nel metaverso, sono gli NFT (come visto, acronimo di Non Fungible Token), ovvero un asset che ha un'informazione unica che lo distingue da tutti gli altri (appunto, "non fungibile"). Ciascun bene, immobile e non, presente sul metaverso deve avere un "certificato di garanzia" e di possesso rappresentato da un NFT. Ogni asset è diverso dagli altri ed è rappresentato da un token, il quale, a sua volta, è diverso da tutti gli altri ed è numerato, per cui in ogni contratto di compravendita il bene e l'immobile scambiato è contraddistinto con un numero

---

<sup>70</sup> Nel metaverso Cryptovoxels, ad esempio, come suggerisce la parola stessa, sono ammesse soltanto transazioni aventi criptovalute come metodo di pagamento.

caratterizzante e distinguibile da tutti gli altri, una sorta di suo codice identificativo. È su questa tecnologia e su questi meccanismi che si basa tutto il mercato del metaverso, anche quello del mattone digitale<sup>71</sup>.

I fondi immobiliari, e tutti gli operatori del settore<sup>72</sup>, non possono che guardare con estremo interesse a tale nuovo strumento che consentirebbe margini di espansione assolutamente importanti.

Non è un caso che, nel momento in cui si scrive, la più costosa transazione mai conclusa nel settore immobiliare sul metaverso sia stata conclusa da un fondo di investimento, Republic Realm, che a novembre del 2021 ha acquistato per circa 4,3 milioni di dollari, un enorme terreno sulla piattaforma *Sandbox* da sviluppare con Atari<sup>73</sup>.

\*

## **9. Il Legal BIM: la disciplina legale del *Building Information Modeling*. I margini di applicazione al comparto privato.**

Infine, passati brevemente in rassegna alcuni degli strumenti della nuova finanza immobiliare digitale, pare opportuno concludere con qualche cenno alla nuova tecnologia di progettazione e realizzazione di immobili, che tante novità comporta per il giurista, il cd. BIM ovvero il *Building Information Modelling*.

Trattasi di un metodo che consente la progettazione di un immobile o una infrastruttura, mediante la digitalizzazione dell'intero processo, attraverso la gestione dei flussi informativi e la modellazione, per la realizzazione del c.d. "*digital twin*", il gemello digitale. In attuazione alla direttiva 2014/24/EU<sup>74</sup> che ha dettato agli stati membri gli indirizzi sull'utilizzo

---

<sup>71</sup> GORINI R., *Crypto economy. Bitcoin, blockchain, ICO: cosa sono e come funzionano le nuove valute digitali*, Milano, 2018.

<sup>72</sup> Sul punto si richiama l'intervento di PAOLINI A., *Gli investimenti immobiliari nel metaverso*, nell'ambito del Convegno "*La politica nel Metaverso. Tecnologia e Ambiente per progettare il futuro*" tenutosi a Roma e sul Metaverso il 28 giugno 2022.

<sup>73</sup> La notizia è reperibile al link <https://www.we-wealth.com/news/investimenti/immobiliare/metaverso-unmercato-da-scoprire-per-il-real-estate#:~:text=Per%20avere%20una%20dimensione%20economica,in%20un%20metaverso%E2%80%9D%2C%20ha%20illustrato>, consultato il 20 novembre 2022, come pure quella relativa a Cosmore Real Estate Group, società di brokeraggio immobiliare americana con sede a Miami e New York, il 24 agosto 2022 ha annunciato il suo ingresso nel metaverso della blockchain company italiana Coderblock, con la costruzione di Cosmore HQ, il suo primo headquarter virtuale

<sup>74</sup> Disponibile integralmente al seguente indirizzo web <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0024>

del sistema BIM nella progettazione e realizzazione delle opere pubbliche, incoraggiando il ricorso a questa metodologia per accrescere l'efficacia e la trasparenza degli appalti, il nostro paese ha adottato prima il D. Lgs. 50/2016 denominato "Codice degli appalti pubblici" con cui, all'articolo 23 comma 13, ha avviato il processo di introduzione progressiva nella pubblica amministrazione di metodi e strumenti elettronici specifici che utilizzano piattaforme interoperabili a mezzo di formati aperti non proprietari, demandando ad un successivo decreto del Ministero delle infrastrutture e dei trasporti (MIT) la definizione puntuale dei tempi e dei modi di attuazione. Questa attuazione è avvenuta con il D. M. 560/2017 del MIT prima e con il D. L. 77/2021 (cosiddetto "Decreto Semplificazioni bis" convertito in legge con la L. 108/2021) dopo. La principale novità, che ha poi dato attuazione non solo a quanto previsto dall'art. 23 comma 13 del Codice degli appalti pubblici ma anche alla direttiva 2014/24<sup>75</sup>, consiste nell'obbligo di ricorrere al metodo BIM per tutti quegli appalti pubblici il cui valore complessivo sia superiore ai cento milioni di euro. Lo stesso decreto MIT 560/2017 prevede poi un progressivo abbassamento di questa soglia fino a scendere ad un milione ad inizio 2025<sup>76</sup>. In particolare la normativa in questione impone l'uso del BIM per tutti quei lavori per i quali si richieda un elevato livello di "conoscenza" finalizzata principalmente a mitigare il rischio di allungamento dei tempi contrattuali e/o il superamento dei costi previsti, oltre che alla tutela della salute e la sicurezza dei lavoratori coinvolti, obiettivi primari per un committente pubblico, e facendo rientrare tra i lavori complessi anche quelli determinati da esigenze particolarmente accentuate di coordinamento e di collaborazione tra discipline eterogenee, la cui integrazione in termini collaborativi è ritenuta fondamentale<sup>77</sup>. È stata, inoltre, imposta la pubblicazione tra gli atti di gara del capitolato informativo sul ricorso al metodo in questione, ed incentivato l'uso di metodi e strumenti elettronici specifici attraverso l'attribuzione di

---

<sup>75</sup> Novità che si rende particolarmente necessaria se si pensa che, secondo uno studio realizzato dalla compagnia di consulenza europea Arch-Vision (Q4 2013 European Architectural Barometer) al momento dell'entrata in vigore della direttiva, in Italia soltanto il 10% dei progetti già ricorrevano al metodo BIM.

<sup>76</sup> Le soglie sono state spesso oggetto di revisione da parte della normativa emergenziale adottata in tema di contratti pubblici durante il primo periodo pandemico ma, per effetto del D. L. 77/2021, la soglia del milione per il 2025 è rimasta, una volta ristabilizzato il quadro normativo, inalterata.

<sup>77</sup> <https://lasia.it/lo-stato-legislativo-del-bim-in-italia/>

punteggi premiali nell'ambito dei criteri di aggiudicazione degli appalti. Tutti questi interventi legislativi rientrano in un più ampio quadro generale di digitalizzazione dei contratti pubblici, in particolare quelli riguardanti le procedure di appalto.

Attraverso l'utilizzo della Building Information Modeling (BIM) si ottengono risparmi di tempo e di costi, oltre alla eliminazione di errori, duplicazioni, interferenze in quanto i modelli 3D assicurano quella necessaria completezza e condivisione delle informazioni nonché l'aggiornamento in tempo reale dello sviluppo del progetto con le varianti apportate<sup>78</sup>.

Come è intuibile tale nuova materia comporta significativi impatti giuridici sui paradigmi sino ad ora utilizzati, perché la progettazione digitale avviene all'interno di una piattaforma informatica, denominata "Ambiente di condivisione dati", ove i vari soggetti partecipanti trasferiscono dati, il cui scambio è disciplinato da appositi regolamenti contrattuali, denominati "Piani di gestione informativa".

Ne conseguono riflessi e interazioni con diversi istituti giuridici, in particolare della proprietà intellettuale, della tutela delle banche dati, delle responsabilità, del trattamento e protezione dei dati.

La regolamentazione dei profili giuridici del BIM in Italia è stata effettuata principalmente mediante l'inserimento di modifiche e aggiunte ai formati dei tradizionali contratti di appalto, ovvero mediante una prima implementazione giuridica dei Capitolati informativi. Tra i profili giuridici da regolamentare contrattualmente in un appalto BIM, inoltre, vanno previste figure che si occupino di diritto di autore e della proprietà intellettuale. Con l'utilizzo della metodologia BIM, le usuali insidie in ordine alla tutela della proprietà intellettuale vengono accentuate dal numero di informazioni contenute nel modello e dalla possibilità di accesso contemporaneo alle stesse da parte di più operatori. Inoltre, con la metodologia BIM vi è il concreto rischio di mettere a disposizione informazioni, non espressamente richieste all'appaltatore dalla committenza, quali per esempio specifici algoritmi di calcolo, di per sé ugualmente riconducibili alle categorie del diritto d'autore. Nel settore

---

<sup>78</sup> Sul punto si veda SEMERARO G., *Da PNRR e PNC una spinta all'uso del BIM*, in *Igiene e sicurezza del lavoro* n. 10/2022, pp. 495 e ss.

dei metodi e strumenti elettronici specifici assume, dunque, particolare rilevanza l'adeguata definizione dei titolari dei diritti sotto il profilo del diritto d'autore e della proprietà intellettuale.

I comportamenti del committente e dell'appaltatore dovranno essere definiti, con appositi contratti di licenza d'uso, in funzione dei diritti spettanti a ciascun soggetto sull'utilizzo del software e delle facoltà d'uso del modello e delle sue singole parti che committente e appaltatore intendono riservarsi. Risulterà opportuno inoltre specificare dettagliatamente nel contratto le modalità di utilizzo e di estrazione e di reimpiego nei limiti del singolo del progetto. Nuove tecnologie come la *blockchain* e gli *smart contract* offrono un grande contributo e supporto: scambiare, certificare, salvaguardare la proprietà intellettuale, indirizzare le responsabilità, il tutto basato su una cronologia immutabile e sfruttando una rete *peer to peer*.

L'insieme di queste caratteristiche ha già da tempo attirato l'attenzione dei professionisti del comparto edile. Una forte spinta all'uso del BIM è stata impressa con l'affermazione del formato standard internazionale *Industry Foundation Classes (IFC)* che facilita lo scambio dei modelli e l'interoperabilità tra i vari soggetti; si tratta di un formato dati aperto, non controllato da un singolo operatore, che consente l'interscambio di informazioni senza perdita o distorsione di dati.

I modelli BIM devono essere necessariamente gestiti all'interno di un ambiente digitale di raccolta organizzata e condivisa che garantisca la piena sicurezza per l'accesso, la tracciabilità e la tutela della proprietà intellettuale.

L'uso della Blockchain può garantire, quindi, nell'utilizzo del BIM quella necessaria funzione di validazione sulla integrità dei dati e dei processi di scambio fornendo trasparenza e sicurezza dell'intero processo per tutti gli *stakeholders*.

Nel comparto delle costruzioni si sta affermando sempre più l'interesse circa la possibilità di introdurre, sfruttando le caratteristiche degli *smart contract*, sistemi autogestiti di *code checking* e gestione dei modelli BIM e tale interessa travalica il settore pubblico per riversarsi nel settore privato in cui sempre più committenti e appaltatori richiedono, gli uni un



pieno controllo sull'esecuzione dei lavori, gli altri uno strumento automatizzato di computo delle lavorazioni effettuate (che non sia revocabile in discussione in caso di eventuali contestazioni) e dei costi sopportati oltre che un utile strumento di analisi delle proprie *performance*.

CAPITOLO SECONDO  
FONDI IMMOBILIARI: IL QUADRO NORMATIVO E SISTEMATICO DI  
RIFERIMENTO.

**1. I fondi comuni di investimento. La genesi ed il quadro normativo generale di riferimento.**

Nell'ambito del panorama finanziario globale, i fondi comuni di investimento detengono, senza dubbio, una posizione di primario rilievo e, pur volendo limitare il campo di indagine ad un'analisi del fenomeno in ambito nazionale, l'importanza dello strumento è confermata dalla sua diffusione e dai volumi generati.

Nel nostro ordinamento esistono varie tipologie di fondi comuni di investimento, diversificati tra loro da finalità, caratteristiche e struttura, la cui disciplina è stata, però, oggetto di numerosi e consistenti interventi di armonizzazione prima, e di uniformazione poi.

Appare opportuno, se non necessario, ai fini del presente lavoro, inquadrare la normativa di riferimento (comunitaria, primaria e secondaria) relativa al fenomeno dei fondi in generale, restringendo, successivamente, l'analisi alle caratteristiche e alle peculiarità dei cd. fondi immobiliari.

Il quadro normativo e regolamentare italiano in materia di gestione collettiva del risparmio risulta essere, come noto, particolarmente composito a causa della sovrapposizione della disciplina nazionale e di quella europea. Il fine è, da sempre, il temperamento delle esigenze del mercato finanziario (tra cui, *in primis*, la diversificazione dell'investimento e del rischio e la maggior offerta di prodotti) con quelle di tutela degli investitori.

Le principali criticità di questi strumenti risiedono nella mancanza di un dialogo tra il soggetto gestore e quello gestito oltre che nella sostanziale carenza di potere decisionale sulle scelte di investimento da parte di quest'ultimo.

La cd. "gestione in monte" delle operazioni acuisce, infatti, l'impersonalità dell'attività e, conseguentemente, le necessità di tutela degli investitori<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Le nuove leggi*  
59

A livello comunitario, in tempi più risalenti, il fenomeno dei fondi trovò una prima regolamentazione nella cd. direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985, c.d. direttiva UCITS I (acronimo di *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e le cui modalità di esecuzione sono state individuate nella Direttiva della Commissione europea 2007/16/CE (c.d. —*Eligible Assets*).

La direttiva UCITS I è stata ulteriormente integrata e modificata dalle direttive UCITS III<sup>80</sup>, 2001/107/CE (c.d. direttiva “Gestore”) e 2001/108/CE (c.d. direttiva “Prodotto”) e, da ultimo, dalle direttive di “primo livello” (2009/65/CE) e di “secondo livello” (2010/42/UE e 2010/43/UE), quest’ultime recanti le modalità di esecuzione della direttiva di “primo livello” (c.d. direttive “UCITS IV”)<sup>81</sup>. La direttiva UCITS IV è stata ulteriormente modificata, ma non sostituita, dalla direttiva c.d. UCITS V (direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014), volta a rafforzare notevolmente la tutela degli investitori innovando le disposizioni della UCITS IV relative al regime di responsabilità del depositario, alle politiche remunerative e alle sanzioni per integrare così il quadro predisposto dalla direttiva UCITS IV, creando con essa una sorta di endiadi normativa.

Nelle more, e sempre a livello comunitario, il 1 luglio 2011 è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea la direttiva 2011/61/UE – Directive on *Alternative Investment Fund Managers* (“AIFMD”), sui gestori di fondi di investimento alternativi che, in uno col Regolamento Delegato UE n. 231/2013 (“Regolamento Delegato”), ha significativamente inciso sull’apparato normativo previgente introducendo, in particolare, regole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento

---

*civili commentate*, 2015, vol. II, p. 346 e ss.

<sup>80</sup> DESIDERIO M., «*Ucits III*»: la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. *Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004, 105.

<sup>81</sup> Tale assetto venne completato dai Regolamenti della Commissione Europea n. 583/2010 e n. 584/2010 nonché dalle linee guida del *Committee of European Securities Regulators* (*Cesr*, ora *European Securities and Markets Authority – Esma*).

alternativi (cd. “GEFIA”) che gestiscono o commercializzano nell’Unione Europea fondi d’investimento alternativi (cd. FIA), e cioè OICR diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della direttiva UCITS (*hedge funds*, fondi riservati, fondi chiusi, fondi aperti non armonizzati)<sup>82</sup>.

Come noto, la crisi del 2008, pur non essendosi originata dal settore dei fondi comuni di investimento, ha impattato sull’intero sistema finanziario e bancario (*rectius* economico) globale in ragione del carattere eminentemente transfrontaliero dei mercati finanziari. Proprio per tali ragioni lo stesso legislatore comunitario, nella relazione accompagnatoria alla proposta di direttiva AIFMD, ha precisato la necessità di superare l’eccessiva frammentazione degli approcci normativi nazionali, probabile concausa di una gestione scarsamente efficiente (e globalizzata) dei rischi del mercato dei capitali stimolando, di contro, l’adozione di disposizioni specificamente applicabili ai gestori dei fondi di investimento alternativi e alle loro attività, ed in particolare a quelle di carattere e natura transfrontaliera<sup>83</sup>.

In particolare, la AIFMD è stata introdotta sulla scorta della necessità di disciplinare tali aspetti ed individuare, quali obiettivi primari dell’intervento normativo, il contenimento del rischio di instabilità dei mercati (considerando n. 2 AIFMD), la minimizzazione dei rischi per gli investitori, ed infine l’agevolazione e l’incoraggiamento alla commercializzazione transfrontaliera dei FIA (considerando n. 3 AIFMD) e lo stimolo alla libera circolazione dei prodotti e dei gestori (considerando n. 4 AIFMD).

Focalizzando l’attenzione sulle disposizioni di rango comunitario va, in

---

<sup>82</sup> È bene precisare che nel redigere il progetto di riforma ai fini della cd. direttiva UCITS V, la Commissione ha allineato il regime UCITS con quello della AIFMD (la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui GEFIA, i gestori di fondi di investimento alternativi) con lo scopo di armonizzare e snellire la regolamentazione UE sul risparmio gestito estendendo le garanzie previste dalla AIFMD per gli investitori professionali anche ai fondi UCITS, destinati anche agli investitori *retail*.

<sup>83</sup> Sul punto si veda SCHIAVELLO E., *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in SFEF, 2014, pp. 3 ss.; GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, Le Società, X, 2010, p. 1181 e LUCIANO A., *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e impresa/Europa*, n. 2/2011, 607 e ss; FRANCAZZI L., “*Recepimento della AIFMD in Italia e spunti EMIR*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, 4/2014, reperibile all’indirizzo [https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/francazi\\_1\\_recepimento\\_della\\_aifmd\\_in\\_italia\\_e\\_spunti\\_emir\\_2014.pdf](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/francazi_1_recepimento_della_aifmd_in_italia_e_spunti_emir_2014.pdf), consultato in data 20 marzo 2022.

*primis*, ribadito che la nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio è emersa dall'impianto creato dalle direttive UCITS e AIFMD. La AIFMD, in particolare, ha puntato al consolidamento di un sistema di vigilanza adeguato alle attività poste in essere dai GEFIA; il legislatore comunitario ha, così, concentrato la regolamentazione sui soggetti (i GEFIA, per l'appunto), tralasciando di disciplinare direttamente e dettagliatamente le singole tipologie di FIA ovvero altri veicoli di investimenti (i.e. prodotti), che lascia alla regolamentazione domestica attesa la loro elevatissima eterogeneità e frammentazione nei singoli ordinamenti nazionali. Tale situazione renderebbe, in effetti, particolarmente complicato il tentativo di armonizzare tali strumenti e recepirli in una disciplina uniforme (come precisato nel considerando n. 10 della AIFMD).

In particolare, la Direttiva UCITS era – ed è tuttora – rivolta ai soli organismi di investimento collettivo di tipo “aperto”<sup>84</sup> mentre la direttiva AIFMD si rivolge esclusivamente ai GEFIA (ossia alle persone giuridiche abilitate alla gestione di uno o più FIA; attività da intendersi quale gestione del portafoglio e dei relativi rischi, oltre alle attività previste nell'allegato I) che perseguono una strategia di impiego dei capitali finalizzata ad obiettivi di rendimento e assunzione del rischio non rientranti nel campo di applicazione della UCITS<sup>85</sup>.

La Direttiva UCITS si incentra, quindi, maggiormente sui profili

---

<sup>84</sup> L'acronimo “UCITS” o “OICVM” identifica, infatti, uno specifico prodotto connotato da particolari tratti strutturali e, conseguentemente, da una specifica disciplina. Secondo ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 4, “*tale impostazione si giustifica alla luce di due considerazioni: da un lato, gli OICR di tipo aperto – concepiti, sin dalla loro introduzione nei principali ordinamenti europei, come prodotti finanziari destinati ad un pubblico allargato, idonei a fungere da strumento di accumulazione, anche progressiva nel tempo, di risparmio diffuso – sono quelli che, per primi, si sono affermati nelle varie discipline degli Stati membri; dall'altro, la Direttiva UCITS era, originariamente, nata con l'obiettivo di introdurre il meccanismo di mutuo riconoscimento riferito ad un determinato prodotto finanziario: ossia, per l'appunto, ad un prodotto destinato al mercato del pubblico indistinto, da impiegarsi su larga scala*”.

Viceversa, la Direttiva AIFM, frutto della crisi finanziaria del 2008, indirizza la propria disciplina al soggetto gestore (indicativo il nome della direttiva), lasciando scarse indicazioni sui prodotti, di cui si occupano maggiormente i provvedimenti secondari. Seppure, tuttavia, la AIFMD non disciplina in modo diretto gli OICR, ne formula una nozione molto ampia, la quale risulta essere incentrata su profili funzionali: “*una definizione, pertanto, che prescinde dalla struttura, dalla forma giuridica, dalla tipologia dei singoli organismi, e che si concentra, piuttosto, sul fenomeno economico-sostanziale oggetto di disciplina*”.

<sup>85</sup> Per una trattazione esaustiva sul tema si veda CAPRIGLIONE F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, 2015, pp.306 e ss.

funzionali rispetto a quelli formali: l'art. 1, comma 2 della AIFMD non include tra gli elementi discriminanti di OICVM la forma giuridica e la struttura che questi possono assumere, potendo, pertanto, rientrare nella nozione di OICVM organismi costituiti sia in forma contrattuale, sia in forma societaria, sia quelli costituiti secondo lo schema del *trust*.

In merito alla definizione della Direttiva AIFM, l'art. 4 dispone che: “[a]i fini della presente direttiva si intende per: a) “FIA”, gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'art. 5 della direttiva 2009/65/CE”.

La nozione che emerge dal testo normativo appare decisamente “sfumata”, gli elementi caratterizzanti sono esclusivamente: a) la raccolta di capitale<sup>86</sup>; b) la pluralità degli investitori; (c) una politica di investimento definita a beneficio degli investitori. Il punto (ii), invece, delinea l'ambito di applicazione della direttiva *in negativo*, ricavandolo per differenza rispetto al campo di applicazione della Direttiva UCITS. I principali FIA che cadono nell'ambito applicativo della regolamentazione della Direttiva AIFM sono assimilabili alle seguenti categorie:

- (i) gli *hedge funds*;
- (ii) i fondi di *private equity*;
- (iii) i fondi di *venture capital*;
- (iv) i fondi immobiliari;
- (v) i fondi di materie prime, infrastrutturali;
- (vi) i fondi di credito;
- (vii) altre tipologie di fondi istituzionali.

A completare l'impianto di rango comunitario vi sono, poi, diversi testi normativi e regolamentari che completano, dettagliano e specificano il contenuto e la portata di numerosi ambiti della disciplina tra cui è possibile annoverare, oltre al già menzionato Regolamento Delegato

---

<sup>86</sup> Nel senso di “*espressione che implica una iniziativa, una attività di richiesta di fondi, non episodica ma stabile e organizzata*” MARCHETTI P., *Introduzione alla disciplina delle attività finanziarie e della raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Attività finanziaria e raccolta del risparmio. Profili notarili*, contenuta in *Atti della giornata di studio a Milano, 26 ottobre 1996*, Milano, 1998, 14.

231/2013<sup>87</sup>, anche le cd. Linee Guida ESMA 2013/611 del 18 agosto 2013 (“Linee Guida”)<sup>88</sup> con cui sono stati precisati gli ambiti applicativi della AIFMD<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> Che ha integrato la disciplina in materia di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

<sup>88</sup> Circa il ruolo svolto, in sede interpretativa, dall’ESMA nell’ambito del sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), cfr. DI NOIA C. – GARGANTINI M., *The European Securities and Markets Authority: Accountability Towards EU Institutions and Stakeholders*, 2013, Working Papers 13-34, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center.

<sup>89</sup> Secondo ANNUNZIATA F. *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 22, l’ESMA ha emanato le Linee Guida riguardanti non tanto i profili applicativi o meramente tecnici della materia, quanto le questioni di vertice della Direttiva AIFM, ossia l’identificazione della fattispecie oggetto di disciplina. Le Linee Guida al paragrafo 12 affermano:

*“Le seguenti caratteristiche, se possedute nella loro totalità da un organismo, dovrebbero dimostrare che l’organismo è un organismo di investimento collettivo, menzionato all’articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva GEFIA.*

*Le caratteristiche sono le seguenti:*

1. *l’organismo non ha uno scopo commerciale o industriale generale;*
2. *l’organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per detti investitori; e*
3. *i detentori di quote o gli azionisti di un organismo - in qualità di gruppo collettivo - non hanno discrezionalità o un controllo su base giornaliera. Il fatto che a uno o più, ma non a tutti i detentori di quote o gli azionisti menzionati, vengano concessi una discrezionalità o un controllo su base giornaliera non dovrebbe essere considerato come dimostrazione che l’organismo non è un organismo di investimento collettivo”.*

Così come affermato dall’ESMA, i tre punti sopra citati devono essere analizzati congiuntamente ai fini dell’identificazione di un OICR dal momento che, altrimenti, l’utilità del primo punto resterebbe del tutto teorica e consisterebbe unicamente nel tracciare una linea di distinzione tra attività commerciali e industriali, da un lato, e attività finanziaria, dall’altro, nelle quali rientra la gestione collettiva del risparmio, se letta autonomamente. Diversamente per determinare con maggiore approfondimento il contenuto delle attività è necessario analizzare anche i rimanenti elementi.

In particolare, l’elemento del “rendimento aggregato” generato dall’organismo di investimento, consistente nel rendimento risultante dal rischio condiviso che deriva dall’acquisto, dalla detenzione o dalla vendita di beni di investimento. Pertanto, l’espressione “rischio condiviso” secondo l’Autore “non è da riferirsi agli strumenti, o alle modalità che connotano la partecipazione all’OICR, e la distribuzione del relativo utile, e neppure all’oggetto dell’attività di gestione, quanto piuttosto, alle modalità, alle tecniche e alle finalità con le quali si svolge l’attività di investimento”. L’interpretazione sopra citata appare essere in linea con la definizione di attività di gestione collettiva di cui all’art. 4, paragrafo 1, lett. w) della Direttiva AIFM, la quale ritiene che tale attività di gestione di due elementi: il primo consiste nell’attività di gestione finanziaria del portafoglio e il secondo è rappresentato dalla gestione del rischio. Il portafoglio di un OICR è, per sua natura, diversificato: la particolarità dell’attività di gestione risiede, infatti, sia nella scelta di allocazione delle risorse del patrimonio sia nella gestione del rischio riguardante il patrimonio stesso. Risulta pertanto come tali due elementi siano strettamente interconnessi tra di loro: la semplice attività di gestione del rischio svolta in autonomia rispetto all’attività di investimento o disinvestimento andrebbe ad integrare un’attività di *risk management* e non anche di gestione collettiva, così come la prestazione del servizio di gestione comporta anche lo svolgimento dell’attività di gestione del rischio. In ultimo, le Linee Guida introducono *ex novo* il fattore della “discrezionalità o controllo su base giornaliera” e ne individuano la portata specifica, definendolo “una forma di potere decisionale diretto e continuo – a prescindere che venga esercitato oppure meno - su questioni operative attinenti alla gestione quotidiana delle attività degli organismi e che trascende in modo significativo l’esercizio ordinario del potere decisionale o di controllo tramite la votazione in seno alle assemblee degli azionisti su questioni come le fusioni o la liquidazione, l’elezione dei rappresentanti degli azionisti, la nomina di amministratori o revisori dei conti e l’approvazione dei conti annuali”.

Sotto il profilo interno, gli sforzi compiuti nel senso del recepimento delle direttive e della normativa comunitaria nell'ordinamento nazionale – in particolare il D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44 di recepimento nel nostro ordinamento della AIFMD – hanno condotto alla necessità di adeguare ed emendare la disciplina primaria (ed in particolare del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, introduttivo del cd. Testo Unico della Finanza o T.U.F.) e regolamentare sui fondi comuni di investimento e, più in generale, sugli Oicr, alle disposizioni europee<sup>90</sup>.

Nello specifico, i fondi comuni di investimento mobiliare sono stati introdotti, nel nostro ordinamento, dalla L. n. 77/1983 e, nel corso degli anni, ne è stata modificata la disciplina in recepimento di alcune direttive comunitarie (dir. 85/611/CEE e dir. 88/220/CEE). In seguito, con la L. n. 344/1993, sono stati introdotti i cd. fondi chiusi e con la L. n. 86/1994 i

L'ESMA, pronunciandosi con riferimento alla “raccolta di capitali”, ha precisato tale ulteriore componente menzionata nell'art. 4, paragrafo 1, lett. a), punti i), stabilendo che la stessa “consiste nel compiere azioni dirette o indirette da parte di un organismo o di una persona o un ente che agiscano a suo nome (tipicamente, il GEFIA) al fine di assicurare il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale da parte di uno o più investitori verso l'organismo, allo scopo di investirlo nel rispetto di una politica d'investimento predeterminata, dovrebbe essere considerata equivalente all'attività della raccolta di capitale menzionata all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto i), della direttiva GEFIA”.

È evidente che tale formulazione sia sufficientemente ampia da includere qualsiasi attività, comunque posta in essere, volta a produrre come esito concreto quello di trasferire risorse da uno o più investitori all'OICR, indipendentemente dal fatto che:

- a) “l'attività abbia luogo solo una volta, in diverse occasioni oppure su base regolare;
- b) il trasferimento di o l'impegno a trasferire capitale assuma la forma di sottoscrizioni in contanti o in natura.”

Si evince da tale precisazione la volontà dell'Autorità di qualificare la raccolta del risparmio tipica dell'OICR sul piano della sua finalizzazione ad una determinata attività: vale a dire l'impiego dei capitali al fine di perseguire una politica di investimento predefinita.

<sup>90</sup> Sul punto si è osservato che gli interventi hanno mirato ad introdurre una sorta di disciplina del c.d. passaporto pieno del gestore – che riconosce alle società di gestione la possibilità di istituire e gestire OICR armonizzati in un paese diverso da quello di insediamento – o strutturare l'istituto delle fusioni transfrontaliere di OICR. Si è, altresì, attuata la creazione di strutture c.d. *master-feeder* caratterizzate dalla presenza di un fondo – *feeder* – che investe almeno l'85% delle proprie attività in un altro fondo – *master* (art 58, direttiva 2009/65/CE), precisando (considerando n. 51 della medesima direttiva) che – a tutela del carattere integrato e unitario della gestione di tali strutture ed agevolare il funzionamento del mercato interno e per garantire lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta la Comunità – le strutture *master-feeder* dovrebbero essere ammesse sia se il fondo *master* e il fondo *feeder* sono stabiliti nello stesso Stato membro, sia se essi sono stabiliti in Stati membri diversi. Per consentire agli investitori di comprendere meglio le strutture *master-feeder* e agevolarne la vigilanza da parte delle autorità di regolamentazione, in particolare in un contesto transfrontaliero, nessun OICVM *feeder* dovrebbe avere la possibilità di investire in più di un fondo *master*. Per garantire lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta la Comunità, il fondo *master* dovrebbe essere anch'esso un OICVM autorizzato. Per una sintetica disamina di alcuni di questi temi e senza ambizione di esaustività, sia consentito il richiamo a PAOLINI E., *Commento agli artt. 35 decies – 40ter*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021, pp. 212 – 228.



fondi di investimento immobiliare.

L'art. 36 del T.U.F. è stato successivamente modificato dall'art. 10 c. 1 del D.Lgs. 274/2003, dall'art. 32 c. 1, lett. b) del D.L. n. 78/2010 convertito con modificazioni nella L. n. 122/2010 ed ancora dal D.Lgs. n. 47/2012, art. 1 c. 4 lett. a), b), c) e d) e successivamente dall'art. 4 c.6 del D.Lgs. n. 44/2014, che ha provveduto a sostituire l'intero capo II.

Oltre che agli artt. 36 e 37, i fondi comuni di investimento sono regolati all'art. 1 c. 1 lett. j), k), n) e o) del T.U.F.

Con riferimento alle norme di rango secondario, l'impianto regolamentare è stato completato mediante diversi interventi, tra i quali è necessario annoverare: a) il Provvedimento della Banca d'Italia, sentita la Consob, del 19 gennaio 2015 recante il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (cd. "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" o "Regolamento OICR" recentemente modificato con provvedimento del 23 dicembre 2021) di aggiornamento e consolidamento organico e sistematico della normativa della Banca di Italia; b) il Provvedimento congiunto di Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 aggiornato, da ultimo, con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 ("Regolamento Congiunto"); c) il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015 n. 30 (meglio noto come "DM", che ha novellato il precedente D.M. 24 maggio 1999, n. 228) a sua volta modificato, da ultimo, con Legge 30 dicembre 2018 n. 145 recante la determinazione dei criteri generali su cui si devono uniformare gli OICR nonché, infine, d) le modifiche apportate al Regolamento Consob in materia di intermediari, già approvato con delibera 16190 del 29 ottobre 2007 e oggi abrogato e sostituito dalla delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 ("Regolamento Intermediari")<sup>91</sup>.

Senza ombra di dubbio, il TUF ha razionalizzato la frammentata e superfetata legislazione in materia, regolamentando i criteri generali per

---

<sup>91</sup> Una disamina esaustiva di tutti gli interventi che hanno inciso sulla gestione collettiva del risparmio in Italia può essere, diffusamente, rinvenuta in LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in G. E. Colombo- G. B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, X, 139 ss.; GRECO M., *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in M. Rispoli Farina-G. Rotondo, *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, Milano, 2005, 143.

la disciplina delle gestioni collettive e rimettendo – come osservato – alla normativa secondaria la definizione delle modalità operative degli organismi di investimento collettivo e i profili relativi alla vigilanza prudenziale.

In questo modo sono, ad esempio, state raccolte in un unico testo la precedente normativa in tema di fondi comuni aperti (cfr. legge 23 marzo 1983, n. 77), di fondi comuni chiusi (cfr. legge 14 agosto 1993, n. 344), di fondi immobiliari (cfr. legge 25 gennaio 1994, n. 86) e di SICAV (cfr. d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84 sulle SICAV) e, quindi, da un sistema originariamente frammentato si è potuto procedere a razionalizzare e riordinare un impianto normativo nell'ambito del quale è stato delineato con precisione lo strumento del fondo comune d'investimento e le sue caratteristiche.

\*

## **2. Struttura, funzionamento, assetti e tipologie dei fondi di investimento.**

Il TUF, all'art. 1, comma 1°, lett. *j*, così come integrato e modificato dal legislatore ad esito del recepimento della dir. 2011/61/UE, individua una nozione di fondo comune di investimento decisamente semplificata rispetto alla precedente.

In particolare, nel testo previgente, il fondo comune era definito come «*il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi*».

L'attuale formulazione della norma definisce il «*fondo comune di investimento: l'Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*»<sup>92</sup>.

Il fondo rientra, come detto, nell'alveo degli organismi di investimento

---

<sup>92</sup> Alla definizione attuale si è giunti con l'introduzione dell'art. 1, d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. Per quanto attiene alla definizione di patrimonio autonomo si veda LENER R., *Valori mobiliari. Soggetti intermediari*, in *Enc. Giur.*, Roma 1994; SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 291 ss.

collettivo del risparmio (OICR) e gli elementi costitutivi e caratterizzanti del fondo quale OICR vanno senz'altro rinvenuti anche in (e letti in combinato disposto con) altre disposizioni del TUF tra cui, per l'appunto, la lett. *k*) dello stesso art. 1, c.1 che definisce la nozione di OICR<sup>93</sup>, la lett. *n*), stessa norma, che delinea l'attività di gestione collettiva del risparmio<sup>94</sup>.

Altro elemento di primaria importanza ai fini della definizione delle caratteristiche e, soprattutto, dell'operatività del fondo è quello del cd. *gestore*.

Ed infatti, come si avrà modo di chiarire successivamente, in particolare nei paragrafi dedicati alla soggettività del fondo e ai meccanismi di *governance*, una delle più rilevanti novità introdotte dal TUF è l'individuazione di una nuova figura di intermediario, la cd. società di gestione del risparmio (SGR), che ha sostituito la società di gestione dei fondi comuni di investimento di cui alla l. n. 77/1983, e che viene individuata nella «*società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*», come visto ex art. 1, c. 1, lett. *n*) TUF. Le società di gestione del risparmio sono abilitate allo svolgimento della consulenza in materia di investimenti e a gestire patrimoni sia “in monte” – servizio di gestione collettiva del risparmio – sia su base “individuale” – servizio di gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento – (c.d. modello del gestore unico)<sup>95</sup>. Le SGR possono, altresì, istituire e gestire fondi pensione, svolgere le attività connesse o

---

<sup>93</sup> La citata disposizione individua l'Oicr come «*l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito —in montel nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base ad una politica di investimento predeterminata*».

<sup>94</sup> In cui si definisce la «*gestione collettiva del risparmio: il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi*».

<sup>95</sup> Anche in tempi più risalenti si sono occupati di tali profili ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 350; NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm., agg.*, 2000, p. 335. Per un breve *excursus* storico delle tappe che hanno caratterizzato la disciplina della gestione collettiva del risparmio nel sistema italiano, v. LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, vol. 10, 139 ss; più di recente, cfr. TUCCI A., *voce Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, promossi da Natalino Irti, Milano, 2011, 414 ss.; GRECO M., *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina e Rotondo, Milano, 2005, 143.

strumentali stabilite dalla Banca d'Italia<sup>96</sup>, sentita la Consob, prestare i servizi accessori di custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi, limitatamente alle quote di Oicr di propria gestione, commercializzare quote o azioni di Oicr gestiti dai terzi, in conformità alle regole di condotta stabilite dalla Consob sentita la Banca d'Italia, nonché prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini: l'unica attività, a ben vedere, esercitabile dalle SGR qualora il gestore sia anche autorizzato a prestare il servizio di gestione di fondi di investimento alternativi<sup>97</sup>.

Dall'impianto summenzionato emergono le principali caratteristiche dei fondi comuni di investimento (e degli OICR) rappresentate da a) il carattere *collettivo* della *raccolta di patrimoni* tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, b) la gestione *in monte* del patrimonio del fondo e dei relativi rischi nell'interesse degli investitori e in *autonomia* dai medesimi, c) l'investimento in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili e d) una *predeterminata politica di investimento*<sup>98</sup>.

I predetti elementi rappresentano il cardine del funzionamento e dell'attività dei fondi di investimento e, probabilmente, è opportuno soffermarsi meglio su ognuno di essi.

### *Raccolta del patrimonio tra una pluralità di investitori*

Nella Direttiva UCITS, così come nella prima disciplina italiana sulla

---

<sup>96</sup> Il provvedimento della Banca d'Italia 19 gennaio 2015, Titolo II, cap. III, stabilisce che “*le SGR possono esercitare attività connesse con quelle di gestione svolte. È connessa l'attività che consente di promuovere e sviluppare l'attività principale esercitata. La sussistenza della connessione deve risultare da apposita delibera motivata assunta dall'organo con funzione di supervisione strategica della SGR ( I )...*” Non rientrano tra le attività connesse, e non possono essere svolte dalle SGR, le operazioni concluse dalle SGR in contropartita diretta con i fondi comuni gestiti o gestiti da società del proprio gruppo di appartenenza (ad es.: concessioni di finanziamenti o negoziazione di strumenti finanziari derivati). Le attività strumentali, invece, elencate a titolo indicativo – dunque non tassativo – sono quelle che hanno carattere ausiliario e funzionale rispetto alla gestione dei beni in cui sono investiti gli OICR, quali: le attività necessarie al corretto adempimento degli obblighi del mandatario; l'attività di amministrazione dei beni immobili e la consulenza immobiliare; la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e le questioni collegate; la consulenza e i servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese.

<sup>97</sup> Ciò comporta, a ben vedere, un ampliamento delle attività permesse ai GEFIA rispetto ai gestori UCITS per cui, in caso di gestione congiunta di UCITS e di FIA, le SGR potranno prestare anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.

<sup>98</sup> Secondo ESMA (ESMA/2013/611), la politica di investimento è “predeterminata” quando (i) è definita al più tardi quando l'investitore si impegna a conferire il capitale; (ii) è riportata in un documento che forma parte integrante dei documenti costitutivi dell'OICR; (iii) è vincolante per il gestore; (iv) è articolata in una serie di criteri di investimento.

gestione collettiva (Legge n.77/1983), l'approccio adottato era associato alla raccolta "diffusa" del risparmio, indirizzata verso un pubblico indistinto.

L'art. 39 TUF si occupa delle cd. disposizioni comuni applicabili a tutti gli OICR italiani (e non più ai soli fondi comuni di investimento). L'attuale assetto del TUF prevede un sistema di regole "multilivello" che si compone della normativa di rango primario dettata dallo stesso testo unico, in cui vengono fissati, come detto, i principi di base applicabili a tutti gli OICR; il decreto ministeriale D.M. 30/2015, a cui l'art. 39 rimanda per la determinazione dei criteri generali della struttura dell'OICR; il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19.01.2015 adottato mediante provvedimento di Banca d'Italia ed infine il quarto livello, demandato all'autonomia privata, con l'adozione di regolamenti e statuti in seno all'organismo stesso, eventualmente soggetti all'approvazione amministrativa<sup>99</sup>.

A livello di normazione comunitaria va registrata una sovrapposizione della direttiva AIFM sui fondi alternativi (2011/61/UE) con la Direttiva UCITS sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (85/611/CEE e s.m.i.).

Il primo cardine della disciplina dei fondi, peraltro, come si vedrà, strettamente connesso al secondo relativo alla gestione in monte e all'autonomia del patrimonio, è rappresentato dall'elemento della "collettività" ravvisabile, principalmente, nella standardizzata e spersonalizzata strutturazione del rapporto di gestione, a fronte della quale la prestazione del gestore viene esercitata nell'interesse comune di una pluralità di soggetti gestiti, che godranno *pro-quota* e in via paritaria di un risultato comune della gestione, sulla base del principio della ripartizione dei rischi e dei benefici, sopportando il rischio di un decremento del valore e appropriandosi dell'eventuale incremento senza, tuttavia, che possa assumere rilievo il profilo personale di ciascuno. I partecipanti al fondo, in sintesi, non godono delle prerogative gestorie di una situazione di appartenenza "piena" e non possono vantare alcuna pretesa sui beni che costituiscono il fondo, avendo soltanto diritto al

---

<sup>99</sup> IEZZI N., in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di CALANDRA BUONAURO, Milano, 2020, 275.

rimborso della quota, sotto forma di liquidazione di una somma di denaro<sup>100</sup>. Tuttavia, specialmente con l'introduzione dei fondi "riservati", la raccolta da parte dei gestori (o degli enti che ne promuovono l'istituzione) è orientata non necessariamente alla massa indistinta del pubblico, seppure rimane la "pluralità" quale elemento caratterizzante. A distinguere, infatti, la gestione "collettiva" del risparmio dalla gestione individuale del portafoglio è la natura strutturale del servizio di per sé rivolto ad una pluralità (non necessariamente indistinta) di soggetti. In merito al requisito della "pluralità degli investitori", esso opera "in astratto", e ricomprende anche i casi in cui vi sia, di fatto, un solo investitore o sussistano forme indirette di raccolta di capitali presso una platea di soggetti<sup>101</sup>.

Sotto questo profilo, si coglie la netta differenza fra la gestione del fondo comune e la gestione *individuale* di portafogli<sup>102</sup>. E ciò sebbene entrambe, sia la gestione individuale sia quella collettiva, assolvano alla medesima funzione di delegare a un soggetto specializzato le scelte di investimento in valori mobiliari<sup>103</sup>.

### *La gestione in monte nell'interesse degli investitori e l'autonomia*

Strettamente connesso al punto che precede, è la cd. *gestione in monte* di

---

<sup>100</sup> LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1056; COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, 405.

<sup>101</sup> Si consideri che secondo il Regolamento OICR, inoltre, il requisito della "pluralità degli investitori" può dirsi soddisfatto anche quando è presente un solo sottoscrittore di quote, a condizione che il suo investimento sia effettuato nell'interesse di una pluralità di investitori. La disposizione disciplina in tal senso le strutture *master-feeder*, i fondi di fondi nonché la possibilità di partecipare ad un OICR mediante un intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento ex art. 21, comma 2, del TUF.

<sup>102</sup> L'art. 1, co. 5-*quinquies*, TUF definisce il servizio di "gestione di portafogli" «(...) *gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti*». Per quanto attiene alla gestione individuale, il servizio è prestato nell'interesse del singolo investitore (gestione su base discrezionale e individualizzata di portafogli di investimento) ed è calibrato e "personalizzato" in base alle specifiche esigenze di quest'ultimo, anche in conformità alle eventuali direttive (vincolanti) impartite al gestore (art. 24, co. 1, lett. a), t.u.f.. Sugli elementi caratterizzanti la gestione individuale cfr. Cass., 20 marzo 2003, n. 4081, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, p. 12 ss., con nota di TUCCI A., *Sulla c.d. gestione surrettizia di portafogli di investimento da parte di promotori finanziari*.

<sup>103</sup> LENER R., *Gestore unico e deleghe della gestione*, in Assogestioni, *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 146; ENRIQUES L. - VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Bologna, 1988, 350 ss.; PAGNONI E. - PIATTI L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investimenti*, *Quaderni di finanza Consob*, 1997, n. 19, 8 ss.

un patrimonio che avviene secondo *criteri standardizzati*<sup>104</sup> e che, come visto, viene conferito al gestore da una pluralità di investitori, nel cui interesse il gestore agisce ma dai quali è, e resta, autonomo.

In ragione di ciò, la gestione collettiva tipica del fondo segue una necessitata “spersonalizzazione” rispetto ai singoli investitori. La gestione di un OICR è condotta, infatti, in modo uniforme per tutti i partecipanti e in autonomia rispetto al singolo investitore, perseguendo l’interesse *collettivo* dei partecipanti al fondo. Specularmente i singoli partecipanti non detengono alcun diritto di ingerirsi individualmente nella gestione del patrimonio e/o di impartire ordini o istruzioni vincolanti al gestore circa le politiche di investimento.

Il Regolamento OICR precisa infatti che “*i partecipanti [...] non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell’OICR e delle attività di portafoglio in conformità alla politica di investimento, fermo restando l’esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societaria*”.

L’essenza della cd. *autonomia* della gestione risiede nel fatto che nella gestione collettiva non vengono prese in considerazione esigenze, scelte e/o desiderata del singolo partecipante in quanto tali interessi vengono assorbiti da quelli della pluralità dei partecipanti e, assieme ai criteri di rischio e rendimento, individuati nel regolamento del fondo (secondo quello che la letteratura anglosassone definisce “*pooling*”<sup>105</sup>).

Deve precisarsi che l’autonomia non risulta, in alcun modo, intaccata da quelle misure di “autotutela successiva”, coesenziali a tutti i partecipanti che esercitano i loro diritti di azionisti (se l’OICR è una società) o di quotisti (se l’OICR è un fondo comune di investimento), rappresentate dal diritto alla verifica dei rendiconti<sup>106</sup> o dal recesso *ad nutum*.

Autonoma è la gestione ed autonomo deve essere (e rimanere) il patrimonio del fondo: distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della SGR, dei partecipanti e del patrimonio rappresentativo di altri tipi di gestioni anche se svolte dal medesimo soggetto (art. 36, c. 4 TUF). All’evidenza

---

<sup>104</sup> ARDIZZONE L., *L’esercizio dell’attività d’impresa nel private equity*, Milano, 2018, 31.

<sup>105</sup> Cfr. MACEY e MILLER, *Banking Law and Regulation*, Boston-Toronto, 1992, pp. 38 e ss.

<sup>106</sup> Senza aver alcun diritto ai flussi continui di informazioni tipici della gestione individuale. Sul punto si rinvia a LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. – Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P – Gabrielli E., Torino, 2011, 330 e ss.

tale assetto si giustifica con l'esigenza di tutela del risparmio e la trasparenza nella gestione da parte dell'OICR.

*Gli investimenti in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili. La politica di investimento predeterminata*

Se ben si comprende come il fine ultimo del fondo sia l'investimento (e questo aspetto non pone particolari difficoltà di approfondimento e d'interpretazione), è invece fondamentale comprendere quale debba essere e come debba prepararsi la politica di investimento perseguita dall'OICR.

In primo luogo è essenziale che un OICR sia in possesso di una politica di investimento. In tale contesto, l'ESMA ha delineato i fattori, successivamente adottati dalla Banca d'Italia nel Regolamento OICR, in presenza dei quali desumere l'esistenza di una politica di investimento.

In *primis*, la politica di investimento deve essere predefinita<sup>107</sup> in modo tale che il gestore possa procedere in via continuativa ad investimenti e operazioni in base a tale politica individuata in un momento anteriore rispetto all'assunzione degli impegni di investimento. Tale politica deve risultare, in modo univoco, dalla documentazione redatta unitamente a quella costitutiva dell'OICR e deve essere, infine, sufficientemente specifica in riferimento a: «(i) investire in certe categorie di attività o attenersi ai vincoli sull'allocazione degli investimenti; (ii) seguire determinate strategie; (iii) investire in particolare regioni geografiche; (iv) rispettare limiti in materia di leva finanziaria; (v) rispettare i periodi di detenzione minimi, oppure (vi) rispettare altri limiti volti ad assicurare una diversificazione del rischio»<sup>108</sup>.

La politica, infine, deve presentare elementi di "finanziarietà": la gestione deve essere, cioè, finalizzata al perseguimento di un programma di investimento in vista dell'ottenimento di un risultato correlato all'assunzione di un certo livello di rischio finanziario. L'OICR non deve perseguire uno scopo commerciale o industriale generale, bensì uno

---

<sup>107</sup> ANNUNZIATA F., in *Studi in onore di De Nova*, Milano, 2015, 134 e ss; LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, III, 398 e ss.

<sup>108</sup> Linee Guida ESMA 2013/611 del 18 agosto 2013 "Orientamenti sui concetti chiave della Direttiva GEFIA", reperibili al seguente link [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_it\\_cor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_it_cor.pdf). consultato in data 12 novembre 2021.



scopo eminentemente finanziario. Ciò implica che l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo e generare un rendimento aggregato per gli investitori stessi.

\*

Individuati gli elementi essenziali degli OICR appare opportuno passarne in rassegna le principali tipologie e caratteristiche.

Il TUF, nella sistematicità dettata, in particolare, all'art. 1, fornisce alcuni criteri per la definizione e la tassonomia degli OICR. Tra questi *in primis* la natura giuridica dello strumento adottato e *in secundis* la forma organizzativa interna.

Sotto il primo profilo tra gli OICR, i fondi comuni di investimento hanno una natura contrattuale (art. 1 c. 1, lett. j) che affonda le proprie basi nel rapporto tra gestore e partecipante, mentre le SICAV (e le SICAF introdotte con il D.Lgs. 44/2014) hanno natura societaria (art. 1 c. 1, lett. i) – nella forma di S.p.A. – con oggetto esclusivo l'investimento collettivo del risparmio raccolto, con l'investitore che assume il ruolo di socio con possibilità, tramite il voto in assemblea, di incidere sulle strategie di investimento.

In linea di principio, la prima grande divisione che si pone all'attenzione dell'interprete è rappresentata dalla differenza tra OICR aperto o chiuso<sup>109</sup>.

La natura «aperta» o «chiusa» dell'OICR (e quindi del fondo) è legata al diverso atteggiarsi della posizione dei partecipanti rispetto al disinvestimento impattando sulla politica di investimento.

Gli OICR aperti attribuiscono al singolo investitore il diritto al rimborso periodico o ricorrente. Il TUF prevede che questa periodicità debba essere quantomeno annuale, con la conseguenza che se un OICR ha una

---

<sup>109</sup> Per quanto sia consentito il richiamo a quanto osservato in ordine al fatto che «*Riguardo alla forma organizzativa, con l'introduzione del D.Lgs. n. 44/2014 di recepimento della Dir. AIFMD, è stata parzialmente superata la precedente distinzione tra fondo comune di investimento aperto (che prevedeva il diritto dei partecipanti a richiedere il rimborso in qualsiasi tempo) e chiuso (in cui il diritto al rimborso era predeterminato a certe scadenze). Nel nuovo sistema, per gli OICR aperti non c'è più un diritto al rimborso in ogni tempo ma, comunque, soggetto alla frequenza prevista nel regolamento e nello statuto (art. 1 c. 1, lett. k-bis) e conseguente diritto dell'investitore a pretendere il rimborso predetto, mentre gli OICR chiusi sono rappresentati da tutti gli altri organismi (art. 1 c. 1, lett. k-ter). Il riferimento a tale distinzione viene recepito all'art. 39 c.1 lett. c) il quale inserisce, tra i criteri generali cui gli OICR devono uniformarsi, anche l'ammontare minimo delle sottoscrizioni e le procedure da adottare*» PAOLINI E., *Commento all'art. 39 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021, p. 223.

periodicità di rimborsi meno frequente, lo stesso assume la forma di OICR chiuso. Di conseguenza, nei fondi aperti, il patrimonio è soggetto a continue variazioni in funzione sia di nuove sottoscrizioni sia di rimborsi. Nell'ambito degli Oicr aperti si rileva l'ulteriore distinzione fra gli OICVM italiani (che possono essere istituiti soltanto nella forma di fondo comune di investimento aperto o Sicav) e i FIA italiani (aperti), entrambi includenti i fondi comuni di investimento ma che si differenziano a seconda che siano soggetti, rispettivamente, alla disciplina comunitaria di cui alla direttiva UCITS o AIFM.

Gli investitori di OICR chiusi, di contro, non hanno il diritto di ottenere la restituzione di quanto investito fino alla scadenza della durata dell'OICR in quanto la raccolta delle quote avviene in una o più *tranches* ed il relativo rimborso avviene a scadenze fisse, fermo restando che il termine di durata del fondo deve essere coerente con la natura degli investimenti e non può superare i cinquant'anni.

Anche per tale tipologia di fondi, peraltro, resta impregiudicata la facoltà del gestore di effettuare rimborsi in via anticipata, purché previsto dal regolamento del fondo. In questo caso, il patrimonio dell'OICR varia a seguito di emissioni di nuove quote o azioni o per effetto di rimborsi, effettuati a discrezione del gestore.

Gli OICR chiusi non includono gli OICVM ma soltanto i FIA italiani chiusi, quelli immobiliari e i fondi immobiliari con apporto pubblico.

Le differenti modalità del diritto alla liquidazione della quota si riverberano, oltre che sulla politica di investimento del fondo, sulla natura dei beni nei quali può essere investito il patrimonio, imponendo ai cd. fondi aperti investimenti in strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato e in depositi bancari di denaro nonché, in linea di massima e salvo deroghe, nel limite del solo venti per cento in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato. Al contrario, è richiesta l'adozione della forma chiusa per quei fondi che investono, in misura superiore al venti per cento (sempre salvo deroghe peculiari), in beni non agevolmente liquidabili (e tendenzialmente non negoziati su mercati regolamentati) quali beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari o, ancora, in crediti e titoli rappresentativi di crediti e altri beni, diversi dagli strumenti

finanziari o dai depositi bancari, per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con una periodicità almeno semestrale, e in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato diversi dalle quote di OICR aperti<sup>110</sup>.

La successiva lett. d) del primo comma dell'art. 39 TUF fa riferimento alla durata minima e massima (al riguardo si veda anche l'art. 6 del D.M. n. 30/2015) improntato al principio di coerenza secondo il quale la durata degli OICR deve rapportarsi alla natura degli investimenti.

Il TUF rimette poi la valutazione dei beni non negoziati in mercati regolamentati e oggetto di conferimento o investimento (quindi sia in fase costitutiva che successiva) in parte al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e in parte al predetto decreto ministeriale i quali dettano, quindi, la disciplina di dettaglio anche con riguardo a questo aspetto.

Altra distinzione tassonomica in ambito di fondi di investimento – che prescinde dalla natura aperta o chiusa del fondo – è quella tra fondi “riservati” e “non riservati”: intendendosi con i primi, per l'appunto, i fondi riservati ad investitori professionali e i secondi quelli riservati alla pluralità degli investitori, compresa la clientela cd. *retail*<sup>111</sup>.

All'evidenza, la destinazione del fondo a investitori istituzionali consente di rivedere i limiti agli investimenti prudenzialmente introdotti da Banca d'Italia consentendo una gestione meno cautelativa rispetto ai fondi non riservati<sup>112</sup>.

In tempi recentissimi, con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 13 gennaio 2022, n. 19 entrato in vigore il 30 marzo 2022,

---

<sup>110</sup> Titolo V, Capitolo III del *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* di Banca d'Italia, come da ultimo modificato in data 23 dicembre 2021 e reperibile al sito [https://www.consob.it/documents/46180/46181/bi\\_2015\\_01\\_19.pdf/106767de-3122-41c0-8727-1d07e2bf300e](https://www.consob.it/documents/46180/46181/bi_2015_01_19.pdf/106767de-3122-41c0-8727-1d07e2bf300e) consultato il 22 febbraio 2022.

<sup>111</sup> Sul punto si veda RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2015, pp. 346 e ss; TUCCI A., “Servizio” e “Contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. e Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P. – Gabrielli E., Torino, 2011, pp. 193 e ss.; ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 281.

<sup>112</sup> Il c. 2 dell'art. 39 TUF demanda espressamente al Regolamento di stabilire a) le categorie di investitori non professionali verso i quali è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati; b) le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici delle SGR – oltre a quelle previste già per le imprese commerciali – e gli obblighi di pubblicità di rendiconto; c) i casi in cui la SGR debba chiedere l'ammissione alla negoziazione delle quote dei fondi gestiti in un mercato regolamentato e d) i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti.

sono state modificate le disposizioni del D.M. 30/2015 attuative dell'art. 39 TUF che ha apportato una modifica alla disciplina dei FIA riservati estendendo la possibilità di investire in questi veicoli anche alla clientela non professionale con una soglia di ingresso pari a 100 mila euro (precedentemente fissata in Euro 500.000) al fine di consentire un maggior accesso a tale strumento.

Un'ulteriore categoria di fondi di investimento individuata dall'impianto normativo (e già dal D.M. 31 gennaio 2003 n. 47) è quella dei "fondi garantiti", ossia quella tipologia di fondi che garantisce la restituzione del capitale ovvero assicura un rendimento minimo.

Anche in questo caso può trattarsi di fondi aperti o chiusi e la garanzia viene prestata da un soggetto terzo sottoposto a vigilanza prudenziale (quali banche, assicurazioni, intermediari di cui all'art. 106 TUB).

Altro elemento fortemente differenziante gli OICR è rappresentato dalla forma organizzativa adottata: un OICR può assumere la forma societaria, qualificandosi pertanto come società d'investimento a capitale variabile (SICAV) o società d'investimento a capitale fisso (SICAF), oppure assumere la forma di fondo comune d'investimento.

Con riferimento ai fondi, l'art. 39 del TUF attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze il potere di definire, con proprio decreto, le caratteristiche generali delle varie tipologie di fondi ammesse nell'ordinamento nazionale<sup>113</sup> dovendosi, tuttavia, il legislatore secondario attenere agli specifici limiti posti dalla normativa europea.

In particolare, i fondi comuni aperti così detti "*armonizzati*" o "*comunitari*" sono soggetti alla Direttiva UCITS che predispone una disciplina stringata.

Per quanto attiene alle altre tipologie di fondi (cd. "*alternativi*" o "*FIA*"<sup>114</sup>) il legislatore europeo si limita a disciplinare il gestore del fondo, non formulando indicazioni puntuali riguardo alla struttura dei fondi comuni.

Ad oggi la disciplina, i criteri ed i limiti di investimento, oltre che la stessa caratterizzazione della natura del fondo "alternativo", sono disciplinate dal Decreto Ministeriale n. 30/2015 e dal Regolamento sulla

---

<sup>113</sup> ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, 2020, Torino, pp. 207 ss.

<sup>114</sup> La denominazione è stata introdotta a seguito del recepimento della AIFMD con D.Lgs. n. 44/2014 in sostituzione della precedente categoria dei cd. "fondi speculativi".

gestione collettiva del risparmio, come da ultimo modificato in data 23 dicembre 2021. Il Decreto, pur riguardando tutti i profili previsti dall'art. 37 del TUF, affida alla Banca d'Italia il compito di disciplinare con maggiore dettaglio numerosi aspetti, nell'ambito dei poteri che a quest'ultima competono ai fini della vigilanza regolamentare di cui all'art. 6 del TUF.

In buona sostanza, dalla presente, generale, panoramica normativa e classificatoria sui fondi comuni di investimento – priva di ambizioni di esaustività e dettaglio viste anche le esigenze di sinteticità del quadro introduttivo – emerge il seguente quadro di insieme:

- OICVM italiani;
- FIA italiani aperti;
- FIA italiani chiusi;
- FIA italiani immobiliari;
- FIA italiani riservati;
- OICR garantiti.

A queste tipologie, in ragione del DM 30 del 2015, possono aggiungersi tre ulteriori tipologie di FIA destinati a specifici settori.

Una prima categoria è quella dei FIA sotto-soglia specializzati nel settore del *venture capital* (EuVECA), una seconda è rappresentata dai FIA destinati all'imprenditoria sociale (EuSEF) e, infine, con il Regolamento (UE) n. 760/2015 sono stati introdotti i cd. ELTIF (*European Long Term Investment Funds*), ovvero fondi di tipo chiuso che investono in strumenti di capitale di rischio o strumenti *quasi-equity* con un orizzonte di medio lungo periodo.

\*

### **3 I fondi comuni di investimento immobiliare. Disciplina e cenni generali.**

A seguito della panoramica sui fondi comuni di investimento operata nei precedenti paragrafi introduttivi, pare opportuno addentrarsi più specificamente nella disciplina dello strumento oggetto della presente indagine: i fondi comuni di investimento immobiliare (o “fondi immobiliari”).

I fondi immobiliari sono stati introdotti e disciplinati per la prima volta nel nostro ordinamento con l'entrata in vigore della Legge del 21 gennaio 1994 n. 86, ad oggi ancora efficace con riferimento ai soli articoli 14 bis e 15<sup>115</sup> che, dopo aver subito diverse modificazioni ed integrazioni nel contenuto, disciplinano rispettivamente i “*fondi istituiti con l'apporto di beni immobili*” e le “*disposizioni tributarie*” per i fondi che non hanno optato per l'applicazione del regime ivi incluso quello fiscale previsto dal D.L. 25 settembre 2001 n. 351.

La Legge n. 86/94 ha, quindi, attribuito, per la prima volta in Italia, rilevanza autonoma ai fondi comuni che investono in immobili o in partecipazioni in società immobiliari.

La disciplina dei fondi di investimento immobiliare è stata successivamente modificata ed articolata con il D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF) – più volte emendato nel corso del tempo in ragione del recepimento di direttive comunitarie relative allo stesso ambito di applicazione – cui hanno fatto seguito numerose disposizioni regolamentari<sup>116</sup> che hanno proceduto a ricondurre le norme sui fondi

---

<sup>115</sup> Ai sensi dell'art. 13 del DM n. 30/2015 “*1. Il conferimento di immobili ai fondi previsti dall'articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86, e successive modificazioni e integrazioni, è riservato ai soggetti di cui al medesimo articolo 14-bis secondo le modalità ivi indicate.*

*2. Ferma restando l'applicazione delle disposizioni speciali stabilite dal suddetto articolo 14-bis, in quanto compatibili con le disposizioni del presente regolamento e non penalizzanti rispetto ai FIA con apporto privato, ai fondi ivi previsti si applicano le disposizioni del presente regolamento e degli altri provvedimenti previsti dal TUF con riferimento ai FIA chiusi il cui patrimonio è investito in beni immobili”.*

<sup>116</sup> Citando i più rilevanti regolamenti dell'ultimo ventennio, tra le disposizioni di rango regolamentare che hanno integrato la materia va, in primo luogo, considerato il D.M. 24 maggio 1999 n. 228 recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, più volte modificato, e, da ultimo, abrogato e sostituito dal D.M. 5 marzo 2015 n. 30, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani. In data 19 gennaio 2015 la Banca d'Italia, con provvedimento del proprio Governatore, ha adottato il proprio “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” o Regolamento OICR dopo un periodo di riordino della precedente normativa regolamentare di propria emanazione, e stimolato dall'entrata in vigore della direttiva AIFMD 2011/61/UE. Al Regolamento OICR è seguita, dopo poco, la Circolare 288 del 3 aprile 2015 recante disposizioni contenenti disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari.

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio è stato, da ultimo, modificato con provvedimento della Banca d'Italia del 23 dicembre 2021 – cd. 3° aggiornamento.

In data 15 dicembre 2015 è stata emanata la Comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob del 15 dicembre 2015, recante chiarimenti del Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva - Esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi da parte dei gestori

In attuazione del TUF sono state, inoltre, adottate dalla CONSOB alcune delibere, oggetto di

immobiliari all'interno della più ampia (e unitaria) cornice normativa riguardante tutti i fondi comuni di investimento.

Il panorama normativo è stato ulteriormente modificato dal D.L. 25 settembre 2001 n. 351, convertito con modificazioni dalla Legge 23 novembre 2001 n. 410, recante “*Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*” adottato, con finalità di ripianamento fiscale, nell’ambito di un intervento di cd. finanza straordinaria, volto a risolvere problematiche di bilancio mediante lo smobilizzo del patrimonio immobiliare pubblico sia mediante una particolare forma di privatizzazione e cessione dello stesso (artt. 2 e 3 della L. n. 410/2001), sia mediante il ricorso allo strumento dei fondi immobiliari (artt. 4, 5 e 6 della L. n. 410/2001).

Come si è avuto modo di osservare in precedenza, la attuale disciplina di matrice comunitaria – che individua due categorie di fondi dividendoli tra fondi aperti armonizzati, rientranti nell’ambito di applicazione della Direttiva UCITS, e FIA – è volta a precisare e chiarire le norme di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei GEFIA.

Per quanto concerne i cd. «*FIA italiani immobiliari*», ai sensi dell’art. 1, co. 1, lett. q) del D.M. n. 30/2015, da ultimo modificato con L. n. 145/2018, con tale locuzione si intendono i “ *fondi e le SICAF che investono in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri* ” dovendosi intendere «*partecipazioni in società immobiliari*» come le “*le partecipazioni in società di capitali che svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili*” ai sensi della successiva lettera r).

In ragione della tipologia e della natura degli *assets* trattati, i FIA immobiliari devono necessariamente essere costituiti in forma chiusa e, in

---

successive modifiche nel tempo, concernenti la disciplina degli emittenti. Da ultimo va ricordata l’emanazione del Regolamento Consob 20307/2018 (Intermediari) recante norme di attuazione del TUF. Il testo aggiornato di tutte le delibere è disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), sezione Regolamentazione TUF e Regolamenti CONSOB.

ragione di ciò, il diritto alla liquidazione della quota (che matura alla scadenza del termine di durata del fondo<sup>117</sup>, salve le ipotesi di rimborso anticipato eventualmente previste dal regolamento di gestione del fondo) condiziona ineludibilmente la politica di investimento del patrimonio.

In particolare, il patrimonio raccolto dai FIA immobiliari deve essere investito in misura non inferiore ai due terzi del valore totale dell'attivo dei FIA nei beni di cui all'art. 1, co. 1, lett. q), del DM. Tale percentuale si riduce al 51% laddove almeno il 20% del patrimonio venga investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi comunque ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari ovvero crediti garantiti da ipoteca<sup>118</sup>.

La finalità dei FIA immobiliari è, quindi, quella di trasformare gli investimenti diretti in immobili in attività finanziarie che garantiscono determinati rendimenti<sup>119</sup>.

Come si avrà modo di comprendere meglio oltre (anche in ordine alle opportunità aperte dall'innovazione digitale e dalla cd. *tokenizzazione*

---

<sup>117</sup> Che ai sensi dell'art. 6 del DM n. 30/2015 e s.m.i. non può superare i cinquant'anni dall'avvio della sua operatività.

<sup>118</sup> Ai sensi dell'art. 12 del DM n. 30/2015 “1. *I FIA italiani immobiliari sono istituiti in forma chiusa.*

2. *Il patrimonio dei FIA italiani immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del TUF, è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 1, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo lordo, corrispondente al valore totale dell'attivo del FIA. Detta percentuale è ridotta al cinquantuno per cento qualora il patrimonio del FIA sia altresì investito in misura non inferiore al venti per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari, o crediti garantiti da ipoteca. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività.*

3. *Per i FIA orientati all'investimento in beni immobili a prevalente utilizzo sociale il termine dei ventiquattro mesi di cui al comma 2 è innalzato a quarantotto mesi nel caso in cui le attività in cui è investito il patrimonio del FIA siano costituite esclusivamente dai beni di cui all'articolo 4, comma 1, lettera d), e da liquidità o strumenti finanziari di elevati merito creditizio e liquidità, destinati al pagamento di oneri di edificazione sulla base di impegni assunti dal gestore, nell'ambito di un programma volto al raggiungimento delle soglie indicate al comma 2 entro quarantotto mesi dall'avvio dell'operatività.*

4. *La sottoscrizione delle quote o delle azioni del FIA immobiliare o delle quote o delle azioni di un comparto del FIA stesso può essere effettuata, ove il regolamento o lo statuto del FIA lo preveda, sia in fase costitutiva sia in fase successiva alla costituzione del FIA, mediante conferimento dei beni di cui all'articolo 4, comma 1, lettera d).*

5. *Il FIA immobiliare, nel caso di conferimenti, deve acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui all'articolo 16 del presente regolamento. Il valore complessivo delle quote emesse a fronte dei conferimenti non deve essere superiore al valore dei conferimenti stessi, come attestato nella relazione di stima”.*

<sup>119</sup> Come precisato da SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1204 .



degli investimenti immobiliari), i fondi immobiliari sono strumenti finanziari che consentono al risparmiatore/investitore di accedere, anche con capitali di modesta entità, ad investimenti nel mercato immobiliare – generalmente connotati da una buona redditività e stabilità (a seconda del profilo di operatività del fondo) – fruendo di un’attività gestionale, compiuta dal GEFIA, in grado di generare flussi di rendimento derivanti principalmente dalla messa a reddito e/o dalla dismissione degli *assets* (ovviamente previa rivalutazione al fine di generare utili in conto capitale).

Proprio con riferimento all’attività di gestione del portafoglio immobiliare, la Banca d’Italia<sup>120</sup> richiede al GEFIA<sup>121</sup> di “*realizzare un’effettiva attività di gestione immobiliare*” e, più in particolare, critica “*...iniziative per l’istituzione di fondi immobiliari con l’obiettivo prevalente di amministrare consistenti patrimoni personali*”, nell’ambito delle quali “*la SGR ha compiti prevalenti di mera amministrazione del patrimonio*”.

In aggiunta, ove previsto dal regolamento di gestione, gli investitori possono sottoscrivere quote del fondo pagando il corrispettivo in denaro o mediante conferimento di beni in natura. In tale ultimo caso, ai sensi dell’art. 16 del D.M. 30/2015, la società di gestione è tenuta ad acquisire una preventiva valutazione da parte di esperti indipendenti autorizzati.

La generale redditività degli investimenti in fondi immobiliari ha stimolato il proliferare di alternative a disposizione dell’investitore (professionale e non) sia in ambito nazionale che internazionale. Nel successivo capitolo, dedicato agli assetti di *governance* e all’operatività dei fondi immobiliari, si avrà modo di esaminare più nel dettaglio le diverse tipologie di fondi (e, quindi, di investimenti) in base alle caratteristiche intrinseche non soltanto degli strumenti ma anche dei potenziali sottoscrittori, alle modalità di costituzione del patrimonio

---

<sup>120</sup> Comunicazione del 7 luglio 2005 – Bollettino di Vigilanza Banca d’Italia, citato da LANZA M. A. e GNECH E. E., *Fiscalità Immobiliare*, Milano, 2019, p. 308.

<sup>121</sup> Come ribadito dall’impianto normativo, la gestione del portafoglio di un FIA è rimessa esclusivamente al GEFIA, il quale attua la politica e l’attività di investimento del patrimonio raccolto dal FIA nei beni indicati nel regolamento di gestione. L’attività del gestore si esplica nell’attuazione della attività di gestione ritenute maggiormente opportune per il FIA e che sono volte a valorizzare il patrimonio raccolto e di procedere alla distribuzione dei proventi derivanti dall’attività di gestione nei confronti dei partecipanti.

nonché alle forme di partecipazione e alla remunerazione degli investimenti.

## CAPITOLO TERZO

SOGGETTIVITA', CIRCOLAZIONE DEI BENI E REGIME DI RESPONSABILITA':  
PARADIGMI CLASSICI E SFIDE MODERNE TRA ROBOTIZZAZIONE DEL FONDO,  
NOTARIZZAZIONE DEGLI ASSETS E BLOCKCHAIN.

*Sezione I. La natura e la soggettività dei fondi di investimento. Questioni giuridiche tra paradigmi classici e impostazioni "digitali"*

### **1 La natura e la soggettività dei fondi comuni di investimento immobiliare.**

I fondi immobiliari, per la particolarità degli *assets* che hanno ad oggetto (prevalentemente beni immobili e diritti reali immobiliari), rappresentano (ed hanno rappresentato) il principale strumento attorno a cui si è sviluppato il dibattito dottrinale e giurisprudenziale sulla qualificazione giuridica, sulla natura del fondo d'investimento e sulla sua idoneità ad essere individuato quale autonomo soggetto di diritto.

I beni immobili sono dotati, infatti, di maggior concretezza rispetto ai prodotti finanziari in ordine ai quali, probabilmente, le nozioni civilistiche di "proprietà", "possesso" e "gestione" appaiono "naturalmente" più sfumate e meno tangibili.

Per giunta gli immobili sono soggetti a formalità (i.e. di trascrizione e annotazione presso i pubblici registri, ecc.) ed aspetti che nella pratica degli affari – ma anche ai fini di una coerente interpretazione giuridica – impongono di soffermarsi con particolare attenzione sulla natura giuridica del fondo, sulla sua soggettività ed attitudine ad essere o meno considerato autonomo centro di imputazione di interessi nonché sulla titolarità dei beni del fondo e sul relativo regime di responsabilità.

Senza dubbio, l'assetto dei fondi comuni esula da un'agevole conduzione all'interno delle categorie civilistiche classiche di proprietà, titolarità del potere dispositivo sui beni, responsabilità patrimoniale e titolarità del potere gestorio<sup>122</sup>.

---

<sup>122</sup> Come noto l'art. 832 c.c. dispone che «*Il proprietario ha diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo, entro i limiti e con l'osservanza degli obblighi stabiliti dall'ordinamento giuridico*» e, quindi, nella ripartizione di poteri, diritti e interessi sottesi alla nozione civilistica classica di proprietà, vi è una sostanziale coincidenza in capo alla persona fisica o giuridica titolare del diritto di proprietà sul bene, dell'interesse alla buona gestione del bene, del potere dispositivo e del potere di godimento del bene medesimo, nell'articolazione del rapporto investitore – S.G.R.- fondo tale coincidenza viene meno.

Ed infatti, come si è efficacemente osservato<sup>123</sup>, nel caso dei fondi la titolarità dei beni patrimoniali spetta al fondo stesso, l'interesse alla buona gestione (da rendimento o fruttuosa dismissione) spetta agli investitori e sottoscrittori del fondo, la titolarità del potere gestorio e dispositivo spetta, invece, alla SGR – a sua volta soggetta alla vigilanza della Banca d'Italia e al controllo della banca depositaria (per gli atti dispositivi sul conto corrente) e dell'esperto indipendente officiato delle perizie (di norma semestrali) di congruità dei valori di compravendita dei beni – che, di contro, non è titolare del potere di godere ed utilizzare direttamente i beni oggetto del fondo ex art. 36 c. 4 TUF.

Un simile assetto, come anticipato, ha naturalmente portato gli interpreti a formulare differenti tesi relative alla natura e alla soggettività giuridica del fondo, non di rado influenzate dall'andamento ondivago della prassi e dell'interpretazione giurisprudenziale, con il malcelato intento di trovare un temperamento tra le peculiari dinamiche della gestione collettiva del risparmio e gli schemi dominicali classici e propri del nostro diritto interno, cercando di “reinventare” un rapporto tra proprietà formale e proprietà sostanziale e, prima ancora, tra soggetto e oggetto del diritto<sup>124</sup>.

La Legge del 23 marzo 1983, n. 77, rappresenta il primo sforzo esegetico del nostro Legislatore al fine di chiarire le peculiari dinamiche di un istituto nuovo nel nostro ordinamento (il cui funzionamento era peraltro noto agli interpreti), patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione nonché da ogni altro fondo gestito dal medesimo gestore, costituito non già da quest'ultimo ma mediante l'apporto – e nell'esclusivo interesse – di terzi partecipanti sottoscrittori.

La normazione del fenomeno, anziché acquietare il dibattito lo ha stimolato.

Le prime posizioni interpretative, anteriori o coeve alla L. n. 77/1983, attribuivano alla SGR la proprietà (intesa come proprietà-funzione o

---

<sup>123</sup> RUSSO E., *L'evoluzione giurisprudenziale in materia di fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1260.

<sup>124</sup> Sul punto GROSSI P., *Trasformazioni dominicali*, in Mattei U. - Reviglio E. - Rodotà S. (a cura di), *Invertire la rotta. Idee per una riforma della proprietà pubblica*, Bologna, 2007, pp. 97 ss; URBANI P. – CIVITARESE MATTEUCCI S., *Diritto urbanistico*, Torino, 2010, 276; PALADIN L., *Gli odierni problemi della proprietà fondiaria nella prospettiva costituzionale*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, vol. II, Milano, 1988, 407; BIANCA C.M., *La proprietà*, in *Diritto Civile*, VI, Milano, 1999, 171.

proprietà-ufficio) del fondo, senza considerarla mandataria (come poi, in tempi più recenti, la qualificherebbero le norme)<sup>125</sup> ovvero ritenevano i fondi dei complessi di beni funzionalmente collegati e quindi oggetto, e non già “soggetto”, dell’attività<sup>126</sup>.

Non pochi interpreti, già prima dell’intervento normativo, avevano rilevato una separazione tra potere della SGR e la posizione di utilità-rischio dei quotisti, ravvisabile unicamente nell’istituto del *trust*<sup>127</sup> (estraneo agli ordinamenti di *civil law*), che consentiva di ricondurre né la posizione della SGR né quella dei quotisti al diritto di proprietà sul fondo, assimilato alla fondazione o alla associazione non riconosciuta<sup>128</sup> che si costituirebbe automaticamente tra i partecipanti<sup>129</sup>.

Si sono, inoltre, registrate posizioni ulteriori quale quella che individua il fondo come titolare esclusivo dei beni ivi inclusi, il cui potere di controllo e disposizione spetta unicamente alla SGR in virtù di un mandato anomalo *ex lege* (dissociazione tra proprietà e controllo della ricchezza,

---

<sup>125</sup> COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, pp. 286 ss.; JAEGER P.G., *Sui fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, 1969, pp. 1113 ss.; CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in *Rivista delle società*, 1969, pp. 1150 ss.; RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni d'investimento nella L. 77/1983*, Milano, 1985, pag. 85 ss., p. 90.

<sup>126</sup> Richiama l’elaborazione di questa tesi FERRI G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. comm.*, 1992, I, 67.

<sup>127</sup> Tra gli altri COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 286 e ss.; ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I, 178 ss.; LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 541 ss.; CORRADO R., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Studi in onore di P. Greco*, I, Padova, 1965, 143 ss.; FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, pp. 86; FERRARA JR F. -CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino, 1985, 742; LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, 142.

<sup>128</sup> Ripercorre queste tesi SALAMONE A., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 278 ss.; sul punto COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, pp. 242, secondo cui il fondo è una «istituzione a carattere fondazionale», con ciò spiegandosi l’esclusione di qualsiasi potere dei partecipanti di influire sulla gestione, nel quadro di una struttura autoritaria giustificata dalla necessità di una gestione esclusivamente tecnica. Simile ma non coincidente la posizione di NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare: struttura e natura giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969, pp. 1522. Più recente, v. anche Salamone L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, pp. 278 ss.; CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di Geraci e Jaeger P.G., Milano, 1970, 94 e ss.; MANZOLINI R., *Appunti sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di Geraci e Jaeger, Milano, 1970, 139 e ss.

<sup>129</sup> Peralaltro, mentre la fondazione non riconosciuta nascerebbe con la deliberazione istitutiva del fondo, l’associazione nascerebbe dall’adesione di una pluralità di partecipanti al contratto con la società di gestione. Sul punto LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro.it*, 1985, 187;

tra proprietà e legittimazione)<sup>130</sup>.

Tra le tesi che, però, hanno ricevuto maggior seguito vanno menzionate:

- a) la tesi “della comunione”, in ragione della quale il fondo andrebbe assimilato ad una *universitas* di cose retta, per l'appunto, dalle norme sulla comunione<sup>131</sup>, ed in particolare una comunione a scopo di godimento che si verrebbe a creare tra i sottoscrittori ai sensi dell'art. 2248 c.c.<sup>132</sup>. Secondo tale impostazione, l'attività di investimento del fondo verrebbe attribuita alla SGR in forza di un mandato senza rappresentanza.
- b) la tesi “della separazione” – a tutt'oggi la più accreditata – in ragione della quale il fondo andrebbe qualificato come una dotazione patrimoniale, separata e distinta, della SGR titolare dello stesso<sup>133</sup>. I fondi sarebbero quindi privi di soggettività giuridica – dovendosi intendere quali patrimoni separati o destinati della società di gestione – e la relativa legittimazione processuale per l'accertamento di diritti riguardanti i fondi spetterebbe ineludibilmente alla SGR<sup>134</sup>, nei confronti della quale opererebbe però la limitazione alla responsabilità in relazione all'oggetto delle obbligazioni dedotte in giudizio<sup>135</sup>.

---

<sup>130</sup> ne da conto DE LUCA N., *SGR e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 613, spec. 621 ss.

<sup>131</sup> Tra queste vi erano quelle secondo cui il fondo comune era una *universitas* costituita da denaro o titoli su cui i partecipanti avevano un mero godimento dei relativi frutti assegnati in ragione della propria quota di partecipazione con limitazione di responsabilità [tra gli altri VISENTINI, *R. soc.*, 1968, 1194 e ss.; ASCARELLI T., *L'investment trust*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, I, 178; LIBONATI B., *Holdings e investment trust*, Milano, 1959, pp. 541 ss.

<sup>132</sup> A sostegno della tesi sulla comunione v., VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. Soc.*, 1969, pp. 1194 ss.

<sup>133</sup> Tra i primi autori che hanno ragionato in tal senso, identificando il fondo comune fosse come patrimonio distinto e separato della società di gestione detentrici non già della proprietà dei beni del fondo ma titolare di un potere-dovere di gestirlo conformemente alla legge e al regolamento nell'interesse dei partecipanti ASCARELLI T., *Trattato di diritto privato* a cura di Rescigno, XVI, 2, 1985, 741 e ss.; JAEGER P.G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni d'investimento*, a cura di GERACI e JAEGER, Milano, 1970, 1 ss. e 28 ss.; RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni d'investimento nella L. 77/1983*, Milano, 1985, 85 ss., 90.

<sup>134</sup> Cassazione civile sez. I, 15/07/2010, n.16605 e Cassazione civile sez. I, 08/05/2019, n.12062.

<sup>135</sup> COPPOLA, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di Calandra Buonauro, Milano, 2020, 275. L'autore presenta una panoramica delle varie posizioni richiamando anche quelle di chi [COSTI, *R. Soc.*, 1968, 242 e ss.; NIGRO, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, 1522 e ss.], in tempi più risalenti, aveva ritenuto il fondo un centro autonomo ed unitario di imputazione dei rapporti giuridici distinto dai partecipanti e dalla società di gestione, un istituto che raccoglieva in sé le caratteristiche della fondazione (quanto alla carenza di poteri decisionali in capo ai partecipanti), della associazione atipica (potendo ben mancare di un'organizzazione interna) e

c) la tesi “dell'autonomia”, rafforzatasi a seguito delle novelle introdotte con la L. n. 183/2011 e il D.Lgs. 47/2012 e che, peraltro, ha diviso alcuni autori<sup>136</sup> e la giurisprudenza delle corti di merito dall'orientamento fino a quel momento dominante in dottrina e in giurisprudenza di legittimità. Secondo la tesi dell'autonomia, al fondo andrebbe riconosciuta una piena soggettività giuridica e l'attitudine a divenire titolare di diritti sostanziali e processuali; autonomia rispetto anche alla SGR che si limiterebbe, quindi, ad amministrare il patrimonio del fondo.

Infine, e prima di passare ad una disamina delle tre tesi da ultimo enunciate e maggiormente seguite, è bene precisare che alcuni autorevoli autori<sup>137</sup>, stanti le oggettive complessità interpretative, hanno condivisibilmente prediletto un approccio “dinamicamente” incentrato su aspetti funzionali rispetto ad uno che potremmo definire staticamente classificatorio e dogmatico.

*a. La tesi della comunione e del mandato senza rappresentanza in capo alla SGR. Le prime posizioni degli interpreti.*

Una delle tesi più risalenti – e originariamente più radicate – riteneva il fenomeno del fondo suscumbibile nello schema della comunione *pro indiviso* qualificando, altresì, la SGR come mandataria senza

---

della società (scopo lucrativo).

<sup>136</sup> Come emerge dall'esame di numerose pronunce, cfr. Trib. Rovigo-Adria 21 ottobre 2010, con commento di SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?* in *Società*, 2011, 9, 1057; e App. Venezia 1 marzo 2012, con commento di MARCHETTI P.G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio* in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 10, 1, 812; cfr. Trib. Milano 10 giugno 2016, n. 7232 in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it) con commento di BUSANI A. – FEDI A., *Fondi comuni d'investimento con personalità e patrimonio*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 settembre 2016 e BUSANI A., in *Società*, 2017, 1, 1239 e ss.; secondo tale ultima pronuncia occorre “riconoscere autonomia patrimoniale - dunque capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali - ai fondi comuni di investimento” e pertanto, “posto che il fondo comune d'investimento ha autonomia propria, in caso di sostituzione di una società di gestione del risparmio assoggettata a commissariamento con altra società di gestione non si determina un trasferimento delle azioni incluse nel patrimonio del fondo stesso”. In senso critico rispetto all'orientamento di legittimità cfr. pure PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I del 18 ottobre 2012 CNN Notizie del 17 dicembre 2012; e Consiglio Nazionale del Notariato Studio n. 101-2012/T del 21 settembre 2012, *Il riassetto della disciplina tributaria dei fondi comuni di investimento immobiliari successivamente alle modifiche apportate dal d.l. 70/2011*, in CNN Notizie del 7 dicembre 2012.

<sup>137</sup> Sposa questa impostazione FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 44 ss., 53 ss.

rappresentanza dei partecipanti del fondo.

Tale posizione, originariamente prevalente ma via via divenuta minoritaria, identifica nei partecipanti i veri proprietari dei beni costituenti il fondo – ovviamente in proporzione ai rispettivi conferimenti – i quali, per l'effetto, non apparterrebbero al patrimonio della società gerente<sup>138</sup> e non sarebbero (come in effetti non sono) soggetti alle aggressioni dei creditori della SGR.

Le critiche alla tesi della comunione, giunte anche in tempi meno recenti da parte di autorevolissima dottrina<sup>139</sup>, erano imperniate attorno ad argomenti particolarmente calzanti sia sotto il profilo teorico che sotto il profilo funzionale.

In primo luogo l'istituto della comunione ha la *ratio* primaria di consentire ai comproprietari l'utilizzo diretto della cosa comune (anche se nei termini di trarne i relativi frutti) mentre nel fondo d'investimento l'oggetto del vantaggio ritratto dal singolo partecipante è rappresentato dal flusso finanziario che si genera dalla gestione dei beni del fondo. *Godimento* mero da un lato, *investimento* dall'altro.

All'evidenza tale differenza potrebbe sembrare sbiadire agli occhi dell'interprete dinnanzi ad alcune categorie di fondi – quali ad esempio i fondi immobiliari di rendimento – in cui potrebbero sembrare coincidere i frutti di una gestione diretta con quelli finanziari dati dalla redditività del

---

<sup>138</sup> Metteva in luce diversi parallelismi con i *fonds de placement* francesi (contenuti nella legislazione sulle *sociétés d'investissement*) LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, 2, Milano, 2013, 62 ss. e VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. Soc.*, 1969, 1197, con particolare riferimento all'art. 3 del disegno di legge governativo del 1969 che stabiliva che «il fondo è patrimonio comune dei partecipanti» evocando espressamente il concetto di comunione. Alcune considerazioni e simiglianze con la proprietà fiduciaria dell'ente gestore - alla fine comunque ritenuta non sovrapponibile –derivante dalla pandettistica tedesca sono state svolte da JAEGER P.G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi di investimento immobiliare*, a cura di Geraci e Jaeger, *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 12 il quale, in ogni caso, ha contestato recisamente la configurabilità di una comunione. Sempre analizzando l'istituto nell'ordinamento tedesco ed in ottica comparatistica NUZZO A., *Il negozio di investimento in fondi comuni nella repubblica federale tedesca*, in *Giur. comm*, I, 1983, pp. 678

<sup>139</sup> Tra le opinioni contrarie al fondo inteso come comunione è opportuno annoverare JAEGER P., op. cit., 11 ss.; CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in Geraci e P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 89 ss.; NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970, 47 ss.; COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 268 ss.; FRAGALI M., *La comunione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, I, Milano, 1973, 367 ss.; LENER A., *La comunione*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da Rescigno, VIII, Torino 1982, 261 ss. e 295 ss



fondo (in entrambi i casi, ad esempio, consistenti nei proventi derivanti dall'attività locatizia). Peraltro è bene sottolineare che la vera differenza non risiede nella natura dei frutti generati dalla gestione della *res communis* - che potrebbero coincidere (proventi economici derivanti dalla messa a reddito del bene) o meno (come nel caso in cui i comunisti volessero, ad esempio, conseguire le proprie utilità mediante l'uso comune ovvero turnario) – bensì dalla natura e dal carattere della gestione: diretto e “partecipativo” nella comunione, spersonalizzato e accentrato esclusivamente nelle mani del gerente nei fondi<sup>140</sup>.

Inoltre l'unico diritto, che peraltro viene esercitato individualmente, riconosciuto ai partecipanti del fondo ma non ai comunisti, è quello relativo al rimborso delle quote possedute, che si sostanzia in un diritto di credito verso la società di gestione per un importo che varia pressoché giornalmente in conseguenza delle oscillazioni del valore dei beni afferenti al fondo.

Si è efficacemente osservato<sup>141</sup> che, con riguardo ai partecipanti, intesi come collettività, non è dunque ravvisabile un diritto *sul* patrimonio ma solo *in relazione* al patrimonio.

Con riferimento più specifico riferimento alle differenze nel rapporto tra partecipante e fondo rispetto al rapporto tra comunista e comunione, deve rilevarsi che mentre il partecipante al fondo non ha alcun potere, individuale o collettivo, di domandare lo scioglimento del fondo prima del naturale termine di scadenza individuato nel regolamento e di ricevere, a titolo di rimborso dell'investimento, il controvalore in titoli o beni, nella comunione, ai sensi dell'art. 1111 c.c., ogni comunista può domandare in qualsiasi momento lo scioglimento del patrimonio comune. Anche con riferimento alla possibilità di domandare la divisione in natura della comunione ex art. 1114 c.c., la stessa è sempre preclusa in ambito di

---

<sup>140</sup> In via di principio, nei fondi i partecipanti non solo non sono legittimati a disporre e ad amministrare il patrimonio del fondo (né come collettività né tantomeno come singoli), ma non possono, come si vedrà, nemmeno incidere e/o contestare l'attività svolta dalla società gerente, ad eccezione della radicale rimozione della SGR. Nella comunione un tale stato di cose non sarebbe possibile e, anzi, risulterebbe in aperto contrasto con i principi della comunione, in cui, anche nell'ipotesi che la gestione della cosa venga affidata a terzi, rimane ai comunisti sia il potere di revoca sia, soprattutto, quello di indirizzo dell'attività amministrativa, espressamente sancito dall'art. 1105 c.c.. Per quanto in termini differenti, l'argomentazione è stata toccata anche dalla cd. “Sentenza Pilota” della Corte di Cassazione, 15 luglio 2010, n. 16605.

<sup>141</sup> RENZULLI V., La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi, in *Le Nuove Leggi Civ. comm.*, 2015, 351 ss.

fondi ove esiste il solo diritto al rimborso della quota al momento del riscatto.

Ed ancora, mentre il regolamento della comunione ben può essere modificato a maggioranza dei comproprietari, il regolamento del fondo viene redatto dalla SGR e successivamente approvato dalla Banca d'Italia, non essendo mai nella disponibilità del quotista che può, semplicemente, accettarlo o non accettarlo.

Dal punto di vista della responsabilità del “patrimonio comune” nei confronti dei terzi, i comunisti sono solidalmente ed illimitatamente responsabili delle obbligazioni sorte in ragione della comunione mentre i partecipanti al fondo lo sono limitatamente alla quota detenuta *ex lege*.

Con riguardo, poi, ai creditori particolari dei partecipanti o dei comunisti, la disciplina tra fondi e comunione diverge ulteriormente. I creditori dei partecipanti al fondo possono rivalersi sulla quota dei propri debitori senza poter mai domandare la divisione del fondo mentre i creditori del comunista possono, ove sia possibile, domandare la divisione della quota del proprio debitore per rivalersi direttamente su di essa.

In buona sostanza, non v'è dubbio che nella comunione i partecipanti siano comproprietari e cogestori (direttamente o tramite un meccanismo collegiale) della *res communis*; di contro, nei fondi i partecipanti sicuramente non sono gestori in alcun modo del fondo ma, come si vedrà, in giurisprudenza e in dottrina vi è chi ha avanzato perplessità anche sulla qualifica di proprietario (sostanziale, si intende) del partecipante, preferendo riconoscergli più la qualità di creditore piuttosto che quella di titolare di diritti reali<sup>142</sup>, avendo affidato esclusivamente la gestione dei propri risparmi, aspetto per certi profili sicuramente fondato<sup>143</sup>.

---

<sup>142</sup> Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010 n. 16605, cit.; Trib. Milano, 29 marzo 2012; Cass., 14 luglio 2003, n. 10990; Cass., 27 dicembre 2011, n. 28900. In dottrina, v. tra i molti, COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, 204 ss. *Contra*, FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2012, 756, nt. (5), che giudica “pericolosa” la suddetta tesi.

<sup>143</sup> Una parte della dottrina contesta a questa tesi che, dopo aver colto correttamente i profili di gestione del risparmio, non ha parimenti considerato che la stessa non valorizzerebbe le prerogative che il partecipante ha verso la SGR in qualità di mandante rispetto ad un mandatario, sul punto vedi LIBONATI B.,  *Holding e investment trust*, op cit, pp. 28 e ss. Sono contrari alla prospettazione di un rapporto di mandato, invece, TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit., 28 ss.; SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 181; MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002, p. 330 e ss.

b. *La tesi del fondo come patrimonio separato della SGR. Gli arresti giurisprudenziali a supporto.*

Se la tesi del fondo inteso come comunione tra i partecipanti è diventata minoritaria, di contro la tesi secondo cui il fondo rappresenterebbe un “patrimonio separato” della SGR si è accreditata sempre di più, complice un orientamento giurisprudenziale di legittimità (con diverse pronunce in tal senso emesse anche dalle corti di merito) fortemente orientato in questo senso.

Tale impostazione, che si fonda sull’idea della separazione della titolarità formale (alla SGR) e sostanziale (ai partecipanti) dei beni del fondo, ha inteso scardinare alcune posizioni istituzionali inizialmente assunte – per vero, si ritiene, tutt’altro che irragionevolmente – dal Consiglio di Stato e dal Ministero delle Finanze<sup>144</sup>, orientate nel senso del riconoscimento di una autonoma soggettività in capo al fondo (come si vedrà nel paragrafo successivo).

La teoria del fondo quale patrimonio separato della SGR ha preso le mosse dall’idea che il fondo, in quanto tale, non sia dotato di capacità di agire e non sia, quindi, suscettibile di divenire autonomo centro di imputazione di interessi, diritti ed obblighi. Ciò comporterebbe, come visto, la necessità di individuare un “titolare” (secondo la rigida configurazione soggettiva del diritto di proprietà nell’ambito del nostro ordinamento) che gli interpreti non sarebbero di ravvisare *in toto* né nei partecipanti al fondo, al più titolari “sostanziali” dei beni, né nella SGR, cui spetterebbe soltanto titolarità “formale” dei beni appartenenti al fondo.

Peraltro, tra i due “titolari”, formale e sostanziale, andrebbe preferito il primo dotato, almeno, di un potere di gestione senza che i partecipanti del fondo ne possano limitare le prerogative, per quanto non di disposizione.

I fautori di questa tesi<sup>145</sup>, non di rado hanno identificato – quale elemento

---

<sup>144</sup> In particolare ci si riferisce alla Circolare del Ministero delle Finanze dell’11 novembre 2009, n. 218/T e del parere n. 608 dell’11 maggio 1999 del Consiglio di Stato.

<sup>145</sup> SAVI G.P., voce *-Società finanziaria* (“ *Holding*”) e *società d’investimento* (“ *Investment trust*”), NNDI, vol. XVII, Torino, 1970, 724-725 e 727-728.; COLOMBO G. E., *L’investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo-Dotti-Perletti- Schrans-Sostringer, Padova, 1967, 286 ss.; JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d’investimento*, Riv. Soc.,

preclusivo al riconoscimento di un'autonomia al fondo – l'assenza di una struttura organizzativa e decisionale e la carenza di strumenti in grado di consentire al fondo di entrare in relazione con i terzi.

Cercando di individuare le basi normative su cui tale teoria della separazione si è fondata, ci si rende conto di come il percorso esegetico non sia stato (e non sia tuttora) affatto lineare.

Senza dubbio, negli istituti di matrice anglosassone da cui i fondi d'investimento, secondo una buona parte della dottrina, sono stati ispirati (*trust*<sup>146</sup> e *contractual investment trust*<sup>147</sup>), la scissione tra proprietà formale e sostanziale e la nozione di segregazione patrimoniale sono, da sempre, considerati elementi cardine.

Peraltro, come detto, dinnanzi alla necessità di disciplinare il nuovo strumento di investimento (*i.e.* i fondi) nel nostro ordinamento, il legislatore nazionale ha incontrato non poche difficoltà di inquadramento ed individuazione della natura e della qualificazione.

Il primo intervento normativo in materia di fondi comuni di investimento aperti (L. n. 77/1983), con la locuzione "*patrimonio distinto*" di cui all'art. 3 c. 2<sup>148</sup>, nulla ha chiarito in ordine alla effettiva titolarità dei beni

---

1969, 118 ss e 1142 ss.

<sup>146</sup> GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento*, in Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993, 1211 ss.; BARTOLI S., *Il trust*, cit., 500 ss.; ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.-Leggi complem.*, a cura di G. Alpa - C. Zatti, Padova 1999, 24 e 33 ss.; CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001; LUPOI M., *I trust nel diritto civile*, Torino 2004; ID., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in *Vita Not.*, 1992, 978 ss.; ID., *Riflessioni comparatistiche sui trusts*, in *Eur.e Dir.Priv.*, 1998, 436 ss.; ID., *La sfida dei trusts in Italia*, in *Corr.Giur.*, 1995, 1205 ss.; ID., in *Aa.Vv.*, *Il trust nell'operatività delle banche italiane*, Roma 1997, 17 ss.. In dottrina, hanno tra gli altri aderito alla tesi in questione: DE DONATO A.- DE DONATO V.- D'ERRICO M., *Trust convenzionale. Lineamenti di teoria e pratica*, Roma 1999, 80 ss.; BRAUN A., *Trusts interni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2000, 577 ss.; SALVATORE L., *Il trend favorevole all'operatività del trust in Italia: esame ragionato di alcuni trusts compatibili in un'ottica notarile*, in *Contr. e Impr.*, 2000, 644 ss.; MORELLO U., *Fiducia e trust: due esperienze a confronto*, in *AA.VV.*, *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano 1991, 97 ss.; LUZZATTO R., *Legge applicabile e riconoscimento di trusts secondo la Convenzione dell'Aja*, in *Trusts*, 2000, 14 ss.; CARBONE S.M., *Autonomia privata, scelta della legge regolatrice del trust e riconoscimento dei suoi effetti nella Convenzione dell'Aja del 1985*, in *Trusts*, 2000, 145 ss..

<sup>147</sup> COLOMBO G. E., *L'investment trust in forma contrattuale*, in *AA. VV.*, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967, 286; LUPOI M., *Appunti sulla real property e sul trust nel diritto inglese*, Milano 1971; BIANCHI T., *L'investment trust*, Milano, 1963; VELO D., *Gli investment trusts: redditività e influenza della loro gestione sul mercato finanziario nell'esperienza statunitense*, Milano 1971; SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I, 737

<sup>148</sup> La norma di cui all'art. 3 c. 2 recitava testualmente «Ciascun fondo comune costituisce

del fondo e la novella alla citata disposizione ( introdotta con l'art. 2 del D.Lgs. 83/1992<sup>149</sup>) non ha fatto altro che aumentare le perplessità<sup>150</sup> in ordine alla soggettività di uno strumento, testualmente definito non soltanto “*distinto*” dalla SGR ma, soprattutto, “*autonomo*”.

La puntualità lessicale del legislatore non è, di certo, migliorata nei successivi interventi normativi (nell'ambito dei quali il fondo è stato indistintamente definito “*autonomo*”, “*separato*” o “*distinto*”) ma ha, *a contrario*, convinto i fautori della teoria qui esaminata, che non vi era alcuna precisa volontà di optare per la reale autonomia e soggettivizzazione del fondo rispetto alla mera separazione del fondo dal patrimonio della SGR propugnata, invece, da altri che individuavano un argomento testuale nella locuzione di “*patrimonio distinto*” (presente sia nella L. n. 344/1993 all'art. 8 c. 6<sup>151</sup>, che ha introdotto la figura del fondo mobiliare chiuso, sia nella L. n. 86/1994 all'art. 12 c. 6, che ha introdotto il fondo immobiliare chiuso, entrambe di identico contenuto letterale).

Per quanto anche con l'entrata in vigore del TUF – in cui, come visto, il fondo viene definito “*patrimonio autonomo e distinto*” – gran parte degli interpreti abbia ritenuto fondata la tesi della autonomia (come si vedrà) è rimasta fortemente radicata la tesi della scissione tra titolarità formale e sostanziale e, quindi, il fondo come patrimonio separato della SGR<sup>152</sup>, in favore della quale, fino a tempi recentissimi, si è orientata la giurisprudenza di legittimità (con pronunce, di segno opposto, registrate

---

*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. Sul fondo non sono ammesse azioni dei creditori della società gerente. Le azioni dei creditori dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi».*

<sup>149</sup> Il testo dell'art. 3, dopo l'intervento di modifica, disponeva testualmente «*Ciascun fondo comune costituisce patrimonio autonomo, 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. I creditori della società di gestione non possono far valere i loro diritti sul fondo. I creditori dei singoli partecipanti possono far valere i loro diritti esclusivamente sui certificati di partecipazione di questi ultimi*».

<sup>150</sup> Tra gli altri CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, 157, che affermava: “*La definizione di patrimonio autonomo rappresenta un'ulteriore consapevole precisazione ordinamentale, diretta a ripartire ed a ripercorrere la c.d. terza via, superando ogni discussione fra le due tesi opposte ... tra la comunione dei partecipanti, da un lato, e la proprietà separata ... della società di gestione, dall'altro*”.

<sup>151</sup> La disposizione recita «*Ciascun fondo costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da quello di ogni altro fondo*».

<sup>152</sup> Tra gli altri COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. II, Padova 1992, 153; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 3 Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Torino 1994, 161.

tra le corti di merito e la Sezione Tributaria della Suprema Corte).

E', quindi, opportuno esaminare i precedenti giurisprudenziali che hanno suffragato la tesi del fondo quale patrimonio separato, analizzando per quanto possibile l'*iter* logico argomentativo seguito dalla Cassazione.

- *Cass. civ. 15 luglio 2010, n. 16605. La cd. "Sentenza Pilota".*

Con la propria sentenza 16605/2010 (da molti definita "Sentenza Pilota") la Cassazione, assunta una prospettiva radicalmente diversa rispetto al diritto positivo allora vigente, alla prassi istituzionale di cui si è detto (i.e. Circolare del Ministero delle Finanze dell'11 novembre 1999, n. 218/T e parere n. 608 dell'11 maggio 1999 del Consiglio di Stato) e all'interpretazione allora prevalente, orientata nel senso di riconoscere al dettato normativo lo *standing* di argomento testuale a sostegno della autonoma soggettività dei fondi di investimento, ha stabilito il principio di diritto secondo cui «*I fondi comuni d'investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione*» e, per l'effetto, ha stabilito la nullità delle trascrizioni immobiliari eventualmente effettuate direttamente in favore di un fondo di investimento immobiliare e non in favore della SGR.

Il contenzioso si è originato da un reclamo presentato al Tribunale di Bari dalla Società Fondi Immobiliari Italiani Società di gestione del risparmio s.p.a. (in prosieguo per brevità indicata come Fimit<sup>153</sup>) avverso un provvedimento mediante il quale il giudice delegato al fallimento della SO.GE.CO. s.p.a., all'esito della vendita all'incanto di un immobile

---

<sup>153</sup> Fimit sosteneva che, avendo essa agito nell'interesse del fondo Delta il bene, lo stesso dovesse essere intestato al fondo della stessa gestito, destinatario finale dell'operazione di acquisizione: cfr nota a sentenza di GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 432 e ss. e LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, 417 ss.; SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, II, 1115 e ss.; PACILEO F., *Secondo la Cassazione i fondi comuni d'investimento non hanno soggettività giuridica, mentre la società di gestione del risparmio ha la titolarità del patrimonio del fondo*, in *www.dircomm.it*; BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, *Le Società*, n. 1/2011, 46 e ss.

alberghiero appartenente alla società fallita, ne aveva disposto il trasferimento alla medesima Fimit, anziché, come da questa richiesto, al fondo comune di investimento di tipo chiuso, denominato Delta Immobiliare, da essa istituito e gestito.

Il Tribunale di Bari, con decreto depositato in cancelleria il 19 dicembre 2007, ha rigettato il reclamo proposto e, avverso tale rigetto, Fimit ha interposto ricorso per cassazione.

La Corte, dopo aver passato in rassegna la normativa applicabile – richiamando la L. n. 77/83 e lo stesso c. 4 (prima c.6) dell'art. 36 TUF – e le teorie del fondo quale comunione e quale soggetto autonomo di diritto (quest'ultima seguita anche nel provvedimento impugnato), pur ribadendo che *«in assenza del formale riconoscimento della personalità, un ente possa esser considerato un centro d'imputazione di rapporti giuridici e, perciò stesso, titolare di obblighi e diritti (anche sul piano processuale). Le associazioni non riconosciute e le società di persone stanno evidentemente a dimostrarlo»* precisa che *«Tuttavia, perchè una tale situazione sia ipotizzabile, occorre individuare nel tessuto normativo elementi (se non espliciti, quanto meno) significativi in questo senso, e nel caso dei fondi comuni si stenta a ravvisarli»*.

La Cassazione, infatti, perora la tesi del fondo quale patrimonio separato della SGR ribadendo *in primis* che *«nell'uso dei termini "autonomia", "distinzione" o "separazione", riferiti al patrimonio del fondo comune, il legislatore non pare invero aver prestato molta attenzione alle diverse sfumature di significato»* e che, *in secundis*, nonostante il fondo abbia organi, quali l'assemblea dei partecipanti, destinati a vincolare in alcune materie la società di gestione, lo stesso sia contraddistinto dalla *«l'assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone [...] Ragon per cui, [...] difettando il fondo di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi ed abbisognando a tal fine comunque dell'intervento della società di gestione, la sua configurazione quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei*

*partecipanti»*<sup>154</sup>.

In buona sostanza la Suprema Corte accosta all'idea di "autonomia" l'accezione di potere di un soggetto di autodeterminare le proprie scelte e le linee guida del proprio agire.

In ragione di ciò, la Corte conclude che il fondo comune, non essendo dotato di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, non può "autodeterminare" le proprie scelte e richiede necessariamente, al fine di poter entrare in relazione con soggetti terzi, l'intervento della Società di Gestione.

La Cassazione ha, quindi, concluso rigettando il ricorso di Fimit, rilevando che *«L'infondatezza della tesi prospettata dalla ricorrente emerge chiaramente da quanto sopra osservato in ordine alla natura dei fondi comuni d'investimento. Il fatto che, per le ragioni già dianzi chiarite, tali fondi non costituiscano soggetti di diritto a sè stanti, bensì patrimoni separati della società di gestione che li ha istituiti, rende evidentemente insostenibile la pretesa di far intestare beni immobili al fondo, in luogo della società di gestione. Si può ipotizzare - ma non è questo il tema della presente causa - che l'intestazione debba essere accompagnata da un'annotazione idonea a rendere nota anche ai terzi l'esistenza del vincolo pertinenziale in favore del fondo, in coerenza con il regime di separazione patrimoniale che lo connota, ma non si può certo postulare l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la medesima società di gestione ed il fondo: perchè questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile»*.

Come si vedrà, la cd. Sentenza Pilota ha ricevuto numerose censure sia da parte degli operatori economici che da parte degli interpreti<sup>155</sup> ma ciò

---

<sup>154</sup> Su tali conclusioni si veda anche COLAIORI R., *Pubblicità del vincolo e articolazione patrimoniale: questioni a margine di una recente sentenza in tema di fondi comuni di investimento*, in *Foro pad.*, 2012, 1, 181.

<sup>155</sup> Molti operatori del mercato del risparmio gestito hanno rilevato gli effetti distorsivi della Sentenza Pilota derivanti dalla ravvisata invalidità delle trascrizioni in favore del fondo – come rilevato da SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1222 nota 101 che hanno precisato come *“nell'ordinamento italiano sia “riconosciuta la possibilità di trascrizione immobiliare in favore di soggetti privi di una effettiva soggettività giuridica, quali ad esempio il condominio, nei cui confronti la trascrizione immobiliare è riconosciuta seppur la giurisprudenza è costante nel considerare lo stesso privo della soggettività giuridica”* richiamando sul punto la sentenza della Corte di Cassazione, 20 febbraio 2009, sentenza n. 4245, che nota di NATALI A.I., in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2009, 661 e ss.; autore secondo il quale *“è comune, in sede giurisprudenziale, la ricostruzione del condominio come “ente di gestione”, ovvero come entità*



nonostante, anche nella successiva pronuncia del 2019 – nonostante le prime corti di merito avessero dato il via ad un netto *revirement* rispetto al precedente di legittimità – la Suprema Corte non ha riconsiderato i principi affermati nel proprio precedente del 2010.

I fondi vengono, così, qualificati dalla Corte di Cassazione come patrimoni separati della SGR che li amministra, con la conseguenza che titolare dei beni facenti parte del fondo non è il fondo in sé, quanto piuttosto il gestore.

Il principio, come si vedrà, è stato supinamente seguito nella sentenza n. 12062 del 2019, apparentemente senza alcun particolare sforzo motivazionale ed appiattendosi sulla motivazione resa nella Sentenza Pilota, “*non essendo prospettate serie ragioni a esso contrarie*”, complice – forse – un certo imbarazzo nel dover omettere di considerare le fondate ragioni seguite dagli orientamenti di merito di opposto tenore.

Impregiudicato nella Sentenza Pilota resta il principio della autonomia patrimoniale perfetta del fondo – come peraltro nella tesi dell’autonomia – che, per quanto patrimonio separato della SGR (al pari dei diversi comparti dello stesso fondo), non può in nessun caso essere utilizzato dalla stessa nell’interesse proprio o di terzi, in ragione dell’art. 36, comma 4 (precedentemente, comma 6), del TUF. In merito al profilo processuale, secondo la Cassazione, il Legislatore ha chiarito – pur con qualche incertezza lessicale – che sul fondo siano ammesse unicamente le azioni, *pro-quota*, dei creditori dei partecipanti, non anche dei creditori della SGR.

- *Cass. civ. 8 maggio 2019, n. 12062. Le questioni, a corollario della natura del fondo: la legittimazione processuale e la liquidazione del fondo.*

Come detto, in tempi molto recenti, la Corte di Cassazione ha avuto modo di riaffermare il principio già enunciato nella Sentenza Pilota<sup>156</sup>.

---

*priva di un’autonoma personalità giuridica ma legittimità ad agire in rappresentanza e nell’interesse dei condomini”.*

<sup>156</sup> sostenendo che i fondi siano patrimoni separati della SGR, nonostante tra la prima e la seconda pronuncia si fossero registrate alcune pronunce di merito di segno opposto ed alcune novelle normative che hanno portato, come si vedrà, una parte della dottrina a riaffermare con forza la tesi dell’autonomia dei fondi.

Il contenzioso da cui ha tratto origine il provvedimento impugnato, nasceva dal presunto inadempimento di un contratto di affitto di azienda stipulato tra la Darma Asset Management SGR S.p.A. (di seguito, “Darma SGR”), nell’interesse sempre di un fondo comune d’investimento immobiliare di tipo chiuso (il cui nome viene omissis dalla Suprema Corte) dalla stessa gestito, con la F&M S.p.A. lo svolgimento di attività fieristico-espositiva.

F&M S.p.A. conveniva in giudizio Darma SGR per far accertare al Tribunale di Rovigo, sez. dist. di Adria, l’inadempimento del contratto per la mancata effettuazione di una serie di interventi necessari a rendere possibile l’esercizio della menzionata attività e di dichiarare la controparte contrattuale tenuta all’esecuzione di quanto necessario a garantire il pieno esercizio dell’azienda. Darma SGR, una volta costituitasi in giudizio, contestava le domande e chiedeva, in via riconvenzionale, che l’affittuaria venisse condannata al pagamento dei canoni arretrati e ad adempiere al contratto. Nelle more della definizione del giudizio Darma SGR veniva posta in liquidazione coatta amministrativa; si costituiva, pertanto, in giudizio l’organo commissariale della stessa.

Nell’ambito del giudizio venivano sollevate, altresì, eccezioni di incompetenza territoriale – risolte dalla Corte di Cassazione che, con propria ordinanza, confermava la competenza del Tribunale di Rovigo – nonché, da parte di F&M S.p.A., eccezioni di difetto di legittimazione passiva in capo alla SGR in luogo del fondo.

A seguito dell’interposizione di appello da parte di F&M, la Corte d’Appello di Venezia, confermava l’improcedibilità della domanda della stessa appellante – che lamentava in sede di gravame che il tribunale avesse dichiarato l’improcedibilità prima di accertare la legittimazione processuale passiva in capo al fondo comune e non in capo alla SGR – in base all’art. 83, comma 3 TUB., in quanto richiamato dall’art. 57, comma 3 TUF (che dispone l’impossibilità di proseguire azioni contro la banca in liquidazione) statuendo che la procedibilità andasse accertata prima di esaminare la titolarità del rapporto e/o la legittimazione in capo all’appellata

A seguito del ricorso per cassazione di F&M S.p.A.<sup>157</sup>, la Suprema Corte ha riconfermato il proprio orientamento, rigettando la tesi della ricorrente secondo cui la legittimazione processuale passiva sarebbe spettata al fondo gestito e non alla SGR quale mero sostituto processuale, in ragione del principio secondo cui «*i fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliare chiusi), disciplinati nel T.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998, e successive modificazioni), sono privi di autonoma soggettività giuridica, costituendo patrimoni separati della società di gestione del risparmio. Tanto questa Corte ha già affermato ulteriormente sottolineando che, in caso di acquisto nell'interesse del fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società promotrice o di gestione la quale ne ha la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia (cfr. Cass. n. 16605-10)*». La Cassazione ha, sulla scorta di tale assorbente principio, omesso di pronunciarsi su quale dovesse essere l'ordine degli accertamenti giuridici, rilevando che la ricorrente si era comunque attivata nei confronti della SGR, e non le era dunque consentito di agire al solo scopo di ottenere una diversa pronuncia di rigetto (declaratoria d'inammissibilità anziché d'improcedibilità).

Secondo alcuni<sup>158</sup>, anche in relazione al recente arresto del 2019, attesa la laconicità del *decisum* con cui la Corte si è “appiattita” sul precedente del

---

<sup>157</sup> F&M S.p.A. ha proposto il Ricorso per Cassazione nei confronti della sentenza emessa dalla Corte d'Appello, adducendo che il rapporto si fosse instaurato con il fondo (*in bonis*) e non con la SGR. Con il primo motivo la ricorrente ha censurato, infatti, la sentenza della Corte d'Appello per violazione e falsa applicazione dell'art. 81 c.p.c., per aver erroneamente valutato la legittimazione processuale passiva di Darma piuttosto che del fondo gestito. Questione che attenendo alla legittimazione processuale, secondo la ricorrente, avrebbe dovuto formare oggetto di trattazione con priorità rispetto ai profili della procedibilità della domanda.

Ancora, con il secondo motivo di impugnazione, la ricorrente ha richiesto che la Suprema Corte desse “atto della procedibilità della domanda nei confronti della Banca in l.c.a.” per subito dopo “vagliare il profilo attinente la *legitimatō ad causam consequentemente dichiarando il difetto del requisito nella sua declinazione passiva in capo alla SGR*”, sostenendo che vi sia stata la violazione e falsa applicazione dell'art. 57, del TUF e dell'art. 83 del TUB.

In altri termini, F&M S.p.A. ha sostenuto che la sottoposizione di Darma alla liquidazione coatta amministrativa non fosse evento idoneo a precludere l'esame delle domande proposte in relazione ad un determinato fatto, essendo questa sostituto processuale del fondo *ex art. 81 del c.p.c.* Le situazioni soggettive del sostituto processuale, infatti, non potrebbero ripercuotersi su quelle del sostituto.

<sup>158</sup> D'AIELLO G. M., *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, V, 2020, pp. 733 e ss.; in senso critico alla pronuncia e al percorso logico argomentativo utilizzato, soprattutto nel precedente del 2010 per escludere la soggettività del fondo, si veda PUPO C.E., *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2021, 578.

2010<sup>159</sup>, il fulcro della pronuncia va rinvenuto nella sostanziale assimilabilità dei fondi allo strumento dei patrimoni destinati di cui all'art. 2447-*bis* c.c. ribadendo che i beni che costituiscono il fondo stesso sono una porzione separata del patrimonio della Società di Gestione. Tale porzione è, altresì, distinta dagli altri fondi comuni gestiti dalla medesima SGR e dal patrimonio “residuo” della SGR.

Assimilando i fondi comuni ai cd. patrimoni destinati, anche le regole relative alla liquidazione dei fondi troverebbero miglior “atterraggio”. La disciplina in materia di patrimoni destinati ad uno specifico affare, infatti, prevede che il soggetto titolare dei patrimoni separati sia la società per azioni che li istituisce e che, in caso di insolvenza del solo “patrimonio destinato”, si proceda alla liquidazione di quest'ultimo e non del soggetto cui appartiene, in conformità con quanto stabilisce l'art. 2447-*novies*, comma 2 c.c..

Secondo la dottrina a sostegno della tesi del fondo quale segregazione patrimoniale della SGR – titolare formale dello stesso – la richiamata disposizione normativa permette di interpretare correttamente anche quanto disposto espressamente dall'art. 57 del TUF in tema liquidazione coatta amministrativa della SGR e dei fondi comuni d'investimento. La liquidazione del fondo e della Società di Gestione operano, precisamente, su due piani differenti: nel primo caso, la liquidazione interessa unicamente una porzione di patrimonio della SGR, tant'è che quest'ultima, rimanendo *in bonis*, può (ma si badi, non deve) essere nominata dalla Banca d'Italia liquidatore del fondo<sup>160</sup>; nel secondo caso, interessa la Società di Gestione, e prevede la conseguente sostituzione degli organi sociali e la liquidazione dell'intero patrimonio, inclusi eventualmente i fondi, al fine di soddisfare le obbligazioni.

---

<sup>159</sup> osservando che «a tale orientamento va data continuità, non essendo prospettate serie ragioni ad esso contrarie».

<sup>160</sup> Sul punto si richiama quanto affermato, in senso critico rispetto alla Cassazione, da PUPO C. E., *op. cit.*, secondo cui “*Infine, l'argomento di per sé decisivo, al fine di avvalorare la correttezza della ricostruzione che riconosce la soggettività ai fondi comuni, è rappresentato dal fatto che l'azione che li coinvolge può anche essere diversa da quella in precedenza evidenziata, cioè non prevedere una s.g.r. nella posizione di gerente, ma unicamente una persona fisica come immediato rappresentante del fondo comune. Ciò accade nel momento in cui il fondo (e non la s.g.r. cui fa capo) viene posto in liquidazione ai sensi dell'art. 57, comma 6-bis T.u.i.f., ovverosia in una situazione a seguito della quale i liquidatori agiranno solo e direttamente in nome del fondo e che di certo non prevede che eventuali immobili vengano “intestati” ai suddetti liquidatori*”.

In ultimo, differente aspetto affermato dalla Corte di Cassazione sta nel fatto che ad essa fanno capo i diritti e i rapporti nascenti dalla gestione del fondo: *«in relazione a tali diritti e rapporti, la legittimazione processuale sia attiva che passiva compete alla Sgr, senza che occorra spendere il “nome” o dichiarare di agire “per conto” del fondo in relazione al quale è sorta la controversia»*<sup>161</sup>.

- *Le ulteriori pronunce di legittimità e di merito a sostegno della tesi del fondo quale patrimonio separato della SGR.*

Oltre alle pronunce sopra citate, nel corso degli anni si sono registrati alcuni ulteriori arresti giurisprudenziali nel senso della tesi del fondo quale patrimonio separato della SGR.

In particolare, con sentenza del 20 maggio 2013, n. 12187, il Supremo Collegio, in una fattispecie di attribuzione di codice fiscale a un fondo comune di investimento, ha ribadito il principio introdotto dalla sentenza 16605/2010, affermando che: *«I fondi comuni d’investimento (nella specie, fondi immobiliari chiusi), disciplinati nel D.Lgs. n. 58 del 1998, e succ. mod., sono privi di un’autonoma soggettività giuridica ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio, la quale è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia»*.

Analogamente, con successiva sentenza del 19 giugno 2013, n. 15319, la Cassazione, nell’ambito di una impugnativa di avviso di liquidazione di maggiori imposte ipotecarie e catastali spiegata da una SGR in una fattispecie di apporto di beni immobili al fondo dalla medesima gestito, ha nuovamente statuito che i Fondi, sul piano economico, *«assumono la funzione di garantire i vantaggi che, in termini di maggior redditività, può offrire una gestione collettiva (“in monte”) e professionale dell’investimento e, altresì, quella di trasformare l’investimento immobiliare in quote di attività finanziarie suscettibili di negoziazione (non dissimile da quella propria degli ordinari strumenti finanziari mobiliari) più agevole rispetto a quella dei beni che rappresentano. Sul piano giuridico, essendo privi di autonoma*

---

<sup>161</sup> Cfr. DE LUCA N., *SGR e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, IV, 2019, pp. 613.

*soggettività giuridica, essi configurano patrimoni separati della società (Sgr di promozione e/o di gestione, sicché è a questa che fanno capo i rapporti giuridici che li riguardano)»<sup>162</sup>.*

Per quanto attiene alle corti di merito, si registrano diverse pronunce che, sotto i profili più disparati, hanno affrontato la tematica dei fondi comuni di investimento (nella quasi totalità dei casi fondi immobiliari chiusi) ribadendo l'adesione alla teoria del fondo quale patrimonio destinato e separato della SGR<sup>163</sup>.

Degne di nota appaiono tre pronunce del Tribunale di Milano.

La più risalente è la sentenza della Sezione II del 29 marzo 2012 con cui il Tribunale di Milano, sulla scorta dello stesso principio affermato dalla Cassazione<sup>164</sup>, nel definire l'opposizione allo stato passivo promosso dai quotisti di un fondo comune di investimento immobiliare (gestito da una Sgr in stato di liquidazione coatta amministrativa), avente a oggetto, tra l'altro, la richiesta di rivendica dei beni immobili conferiti al fondo, ha respinto la domanda di restituzione dei beni immobili ai quotisti sul presupposto che gli stessi non possono “*affermarsi titolari di diritti di proprietà sui beni conferiti nel fondo, bensì titolari di un diritto di credito al valore residuo della quota all'esito della liquidazione del fondo e del pagamento dei creditori*”.

La seconda pronuncia risale all'11 maggio 2015, emessa dalla Sezione Imprese del Tribunale meneghino, in materia di esperibilità dell'azione di responsabilità esercitata da una SGR nei confronti dei propri precedenti amministratori per atti di *mala gestio* e conseguenze dannose provocate in danno di un fondo gestito dalla stessa SGR. Al netto degli interessanti risvolti di *governance* su cui si avrà modo di tornare nel prossimo capitolo, anche questo precedente ha ribadito che «*connotato essenziale del fondo, che si ricava dal disposto degli artt. 1 comma 1 let. J) e 36*

---

<sup>162</sup> Sempre in sede di legittimità si registrano altresì i precedenti di Cass. civ., 17 ottobre 2012, n. 17812 e 17 ottobre 2012, n. 17793.

<sup>163</sup> Tra gli altri si registrano Trib. Roma, 20 maggio 2014, n. 11384; Trib. Rovigo, sez. dist. Adria, ord. 21 ottobre 2010; App. Venezia, decr. 1.3.2012.

<sup>164</sup> Anche in questo caso il Tribunale ha ritenuto di condividere “*integralmente quanto sostenuto dalla Suprema Corte nell'arresto richiamato (Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605), là dove ha statuito che i fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliare chiusi) sono privi di un'autonoma soggettività giuridica, ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio, la quale assume la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia*”.

*comma 6 TUF, è che esso costituisce patrimonio separato tanto da quello della SGR, quanto da quello di ciascun partecipante».*

Infine, il Tribunale di Milano, con sentenza resa dalla sezione Imprese del 4 maggio 2017, ha esaminato un contenzioso promosso da azionisti di minoranza di una società controllata da due fondi gestiti da una medesima SGR che si ritenevano lesi – nei propri interessi – dalla attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 c.c. esercitata dalla SGR per favorire i due fondi, azionisti di maggioranza, da essa gestiti. Il giudice ha riconosciuto la responsabilità della SGR, disattendendo l'eccezione di quest'ultima relativamente al proprio presunto difetto di legittimazione, *«a fronte dell'adozione, in sede normativa, del principio di imputazione di responsabilità in relazione all'esercizio effettivo dell'attività di direzione e coordinamento e a fronte della certa incapacità dei fondi di agire con riferimento alle partecipazioni di cui sono titolari e conseguentemente di adottare qualsiasi atto gestorio, è parimenti irrilevante, appunto tale titolarità».*

*c. La tesi “alternativa” della soggettività autonoma del fondo. Gli interventi normativi, le posizioni istituzionali e le critiche dottrinali alla tesi della scissione della titolarità.*

Per quanto la tesi della scissione della titolarità (formale e sostanziale) e del fondo quale patrimonio separato della SGR abbia, senza dubbio, raccolto in termini di seguito maggiori successi, soprattutto in seno alla giurisprudenza di legittimità e sia, oggettivamente, ancorata ad una interpretazione logica, normativa e sistematica decisamente solida, la tesi dell'autonoma soggettività del fondo appare parimenti – se non, a tratti, maggiormente – fondata.

Come si avrà modo di precisare più volte nel corso della presente trattazione, l'adesione all'una o all'altra impostazione, ben lungi dal rimanere uno sterile esercizio retorico o speculativo, incide in maniera sostanziale sulla circolazione dei beni (in particolare dei beni immobili) e sul relativo regime di responsabilità e pubblicità (elemento, quest'ultimo, parimenti di fondamentale importanza nell'ambito del mercato immobiliare).

In primo luogo va precisato che le posizioni istituzionali antecedenti alla pronuncia della cd. Sentenza Pilota del 2010 erano univocamente orientate nel senso del riconoscimento dell'autonoma soggettività dei fondi.

*In primis* va ricordata la Circolare del Ministero Finanze n. 218/T/1999 dell'11 novembre 1999, n. 218/T, con la quale il Ministero ha fornito un'interpretazione circa taluni aspetti relativi – *inter alia* – alla pubblicità immobiliare nonché ai rapporti intercorrenti tra i fondi d'investimento e la Sgr, ritenendo che gli acquisti di beni immobili effettuati dalla SGR per conto del fondo dovessero essere trascritti in favore del fondo stesso, annotando, a margine della trascrizione, il rapporto gestorio sussistente tra la prima e il secondo.

Tale impostazione è stata, del pari, seguita anche dal Consiglio di Stato il quale, con il parere n. 608 dell'11 maggio 1999<sup>165</sup>, si è espresso in favore del riconoscimento della titolarità dei beni in capo ai fondi d'investimento ancor più nettamente, qualificandoli quali “*autonomi centri di imputazione di interessi*” sulla base delle norme di legge ad essi riferite, salve le necessarie annotazioni riguardanti il vincolo gestorio esistente.

Il principio della scissione della titolarità formale e sostanziale del fondo e della concezione dello stesso quale patrimonio separato della SGR, cristallizzato nella cd. Sentenza Pilota del 2010 e ribadito nella recente sentenza n. 12062/2019, non ha tenuto nella debita considerazione, da un lato le summenzionate posizioni istituzionali, dall'altro gli orientamenti consolidatisi in dottrina<sup>166</sup> e in giurisprudenza<sup>167</sup> successivamente al 2010

---

<sup>165</sup> Pubblicato in *Foro amm.*, 2000, 2225.

<sup>166</sup> Tra gli altri cfr. BARBANTI SILVA P., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. banc.*, 9, 2013; CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, 219; COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, 1, 11; FERRO LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. Società*, 2012, 751; GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 432; GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 5, 1146; LAMORGESE V., *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *Contratti*, 2011, 27; LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 423; RESTUCCIA D., *I fondi d'investimento chiusi*, Bari, 2012, 86; SCANO A.D., *Fondi comuni immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 5, 1133.

In senso critico rispetto all'orientamento di legittimità cfr. pure Consiglio Nazionale del



che “appaiono convergenti nel senso di indicare che l’autonomia patrimoniale dei fondi rispetto alla Sgr che li gestisce conferisce ai fondi un intenso connotato soggettivo”<sup>168</sup>.

Peraltro ulteriori elementi che farebbero propendere per l’autonomia dei fondi sarebbero da rinvenirsi negli interventi normativi più recenti.

Come noto, infatti, il Legislatore ha in primo luogo esteso ai fondi comuni d’investimento la disciplina sulla crisi introducendo l’art. 57, comma 6-bis del TUF<sup>169</sup>, «con ciò evidentemente dandosi credito alla tendenza circa la soggettivizzazione del fondo comune»<sup>170</sup>; in secondo luogo il Legislatore ha inteso trattare esplicitamente i fondi come “soggetti” nella normativa in tema di dismissione di immobili pubblici<sup>171</sup>. Ulteriori elementi a favore della soggettività autonoma vengono rinvenuti, dagli interpreti, nell’introduzione dell’assemblea dei partecipanti al fondo e di una posizione dei partecipanti più incisiva nei fondi chiusi che sembrerebbe riconoscere al fondo la capacità di agire – e quindi una sostanziale soggettività – nell’ipotesi in cui i partecipanti si riuniscono in assemblea per deliberare sulla sostituzione del gestore (art. 37, co. 3, TUF) ma, soprattutto, nella formulazione dell’art. 1, c. 1 lett. j)<sup>172</sup> e del “nuovo” comma 4 dell’art. 36 che, riproponendo nella sostanza il precedente art. 36 comma 6, ha rafforzato la lettura del fondo quale patrimonio autonomo e precisato il ruolo della SGR quale

---

Notariato, Studio n. 90-2012/I del 18 ottobre 2012, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in CNN Notizie del 17 dicembre 2012; e, anteriormente, Consiglio Nazionale del Notariato Studio n. 101-2012/T del 21 settembre 2012, *Il riassetto della disciplina tributaria dei fondi comuni di investimento immobiliari successivamente alle modifiche apportate dal d.l. 70/2011*, in CNN Notizie del 7 dicembre 2012.

<sup>167</sup> Come si vedrà più oltre dettagliatamente.

<sup>168</sup> BUSANI A. – SMANIOTTO E., *Fondi comuni d’investimento senza soggettività giuridica*, 7 ottobre 2019, *Il Sole 24 Ore*.

<sup>169</sup> ad opera dell’art. 1, del D. Lgs. 47/2012, poi modificato dall’art. 2, del D. Lgs. 181/2015.

<sup>170</sup> BUSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggio di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Le Società*, XI, 2017, pp. 1239 ss.

<sup>171</sup> Si veda Cfr. art. 6, comma 1, L. 12 novembre 2011 n. 183 (“*Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato. Legge di stabilità 2012*”), secondo cui “*Il Ministro dell’economia e delle finanze è autorizzato a conferire o trasferire beni immobili dello Stato, ad uno o più fondi comuni di investimento immobiliare, [...]*”; e il successivo comma 7, il quale, nell’introdurre il comma 8 bis all’art. 33, D.L. 6 luglio 2011, n. 98, convertito in legge 15 luglio 2011, n. 111, afferma che “*I fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio del Ministero dell’economia e delle finanze possono acquistare immobili [...]*”.

<sup>172</sup> Secondo cui il fondo comune è “*l’Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*”.

amministratore/gestore di esso<sup>173</sup>. La norma da ultimo citata, infatti, sancirebbe la perfetta autonomia patrimoniale del fondo rispetto ai quotisti, alla SGR, agli altri fondi e/o comparti dello stesso fondo che la SGR gestisce e ai rispettivi creditori, nonché una nettissima delimitazione dei poteri della SGR per quanto concerne i suoi poteri di gestione, di disposizione e di godimento dei beni costituenti il patrimonio del fondo.

Da ciò alcuni interpreti farebbero discendere l'equazione secondo cui "autonomia patrimoniale perfetta" equivale a "autonoma soggettività ed imputabilità di diritti e obblighi".

A seguito degli interventi normativi di riforma della disciplina, anche successivi alla Sentenza Pilota – tra cui la L. n. 183/2011 e il D. Lgs. 47/2012<sup>174</sup> - si è rafforzata una impostazione sensibilmente divergente tra le corti di merito e in dottrina<sup>175</sup>, secondo la quale ai fondi comuni di investimento andrebbe riconosciuta una autonomia e piena soggettività

---

<sup>173</sup> Il dettato normativo precisa, infatti, che *“Ciascun 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; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. 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 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”*.

<sup>174</sup> Come già ricordato i fondi comuni di investimento sono stati introdotti, nel nostro ordinamento, dalla L. n. 77/1983 e, nel corso degli anni, successivamente ne è stata modificata la disciplina in recepimento di alcune direttive comunitarie (dir. 85/611/CEE e dir. 88/220/CEE). In seguito, con la L. n. 344/1993, sono stati introdotti i cd. fondi chiusi e con la L. n. 86/1994 i fondi di investimento immobiliare.

L'art. 36 del T.U.F. è stato successivamente modificato dall'art. 10 c. 1 del D. Lgs. 274/2003, dall'art. 32 c. 1, lett. b) del D.L. n. 78/2010 convertito con modificazioni nella L. n. 122/2010 ed ancora dal D.Lgs. n. 47/2012, art. 1 c. 4 lett. a), b), c) e d) e successivamente dall'art. 4 c.6 del D. Lgs. n. 44/2014, che ha provveduto a sostituire l'intero capo II.

<sup>175</sup> Sia consentito il rimando a PAOLINI E., *Commento all'art. 36 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021, p. 218 con il richiamo in nota n. 7 a Trib. Rovigo-Adria 21 ottobre 2010, con commento di SANSONE M., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?* in *Società*, 2011, 9, 1057; e App. Venezia 1 marzo 2012, con commento di MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio* in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 10, 1, 812; cfr. Trib. Milano 10 giugno 2016, n. 7232 in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it) con commento di BUSANI A. – FEDI A., *Fondi comuni d'investimento con personalità e patrimonio*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 settembre 2016 e BUSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggio di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Le Società*, XI, 2017, 1239 e ss.; secondo tale ultima pronuncia occorre «riconoscere autonomia patrimoniale - dunque capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali - ai fondi comuni di investimento» e pertanto, «posto che il fondo comune d'investimento ha autonomia propria, in caso di sostituzione di una società di gestione del risparmio assoggettata a commissariamento con altra società di gestione non si determina un trasferimento delle azioni incluse nel patrimonio del fondo stesso».

giuridica (con attitudine a divenire titolare di diritti sostanziali e processuali), diversa da quella della SGR la quale si limiterebbe, quindi, ad amministrare.

Passando brevemente in rassegna gli arresti giurisprudenziali di merito che, contrariamente al solco tracciato dalla giurisprudenza di legittimità, si sono discostati dall'idea del fondo quale mera segregazione patrimoniale della SGR, va certamente menzionata la sentenza n. 7232 del 10 giugno 2016<sup>176</sup>.

Il contenzioso trae origine dalla contestazione circa il presunto mancato rispetto di una clausola di prelazione statutaria di una S.p.A., controllata da un fondo – anche in questo caso immobiliare – (C.N.P.E Fund), che i soci “pretermessi” sostenevano si dovesse applicare in occasione della sostituzione, effettivamente avvenuta, della SGR di gestione (da C.N. Sgr a OP. Sgr).

Sulla scorta del condivisibile assunto che il mutamento della SGR non desse luogo ad alcun trasferimento di proprietà del fondo e/o del patrimonio del fondo, il Tribunale di Milano ha stabilito di non doversi attivare la clausola relativa all'esercizio del diritto di prelazione<sup>177</sup>.

Dopo aver disaminato le diverse teorie circa la soggettività del fondo nonché l'iter seguito nella cd. Sentenza Pilota, il Tribunale di Milano si è focalizzato sull'autonomia patrimoniale<sup>178</sup>, fulcro effettivo della sentenza, sancita dall'art. 36, comma 4, del TUF. I giudici di merito hanno, infatti, osservato come alcuni dati normativi introdotti dal Legislatore “*paiono muovere altri importanti passi nel senso dell'affermazione dell'autonomia patrimoniale del fondo*” e che, pertanto, “*il patrimonio è*

---

<sup>176</sup> La sentenza Trib. Milano, 10 giugno 2016, n. 7232 è stata commentata da ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr). Fattispecie e forme*, Milano, 2017, pp. 129 ss. e BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, I, 2017 che non esita a prendere una posizione dura circa la cd. Sentenza Pilota osservando che la stessa assuma, sul problema della soggettività del fondo, una prospettiva “*più che altro demolitoria e non già propositiva ovvero risolutiva*”.

<sup>177</sup> Osservando che «*il “trasferimento” presuppone un soggetto dante causa e un soggetto avente causa che convengono la cessione di un dato bene da parte del dante causa e l'acquisto dell'avente causa, mentre, nel caso della sostituzione delle Sgr, accade un fenomeno assai diverso, e cioè vi è una decisione degli investitori del fondo di far subentrare una nuova Sgr alla precedente nella gestione del fondo (nel caso specifico, tra l'altro, si trattava di una decisione necessitata dal fatto che la prima Sgr era stata assoggettata a una procedura concorsuale)*».

<sup>178</sup> In una prospettiva funzionale importante anche ai fini della esatta individuazione della titolarità beni.

“proprio” del fondo, e non dunque della Sgr”, osservando altresì che queste innovazioni normative “univocamente si pongono nel senso di riconoscere autonomia patrimoniale – dunque capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali – ai fondi comuni di investimento”<sup>179</sup>.

Interessante e particolarmente felice, sotto il profilo societario, appare il parallelismo che la corte milanese fa tra la vicenda sostitutiva della SGR e la sostituzione dell’organo amministrativo di una società di capitali, osservando che «Cioè, esattamente come accade per gli amministratori di società per azioni, il potere di gestire (che qui si manifesta anche come titolarità formale per le note esigenze organizzative sopra esposte) si determina in capo al nominato in forza di legge e non perché trasferito dall’organo nominante (l’assemblea) che, poiché non lo detiene (art. 2380 bis comma 1 c.c.), non può trasferirlo. Il fenomeno in questione è dunque assimilabile piuttosto al mutamento, per vari motivi (decadenza, dimissioni, revoca), delle persone fisiche o giuridiche che, in un determinato momento, assumono la carica di amministratori di s.p.a. Ed anzi occorre aggiungere che gli amministratori godono di una autonomia gestionale assai più ampia delle SGR, vincolate al regolamento».

Sulla scorta del *decisum* del Tribunale di Milano si sono registrate diverse altre pronunce di merito a sostegno della tesi dell’autonomia del fondo.

Tra queste risultano degne di nota la pronuncia Tribunale di Milano, 10 novembre 2016<sup>180</sup> che ha riaffermato la soggettività del fondo in occasione dell’affermazione della suscettibilità del fondo stesso ad essere sottoposto ad un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 *bis* L.F., da qualificarsi come procedura negoziale e non concorsuale<sup>181</sup>.

Tra le pronunce che hanno aderito alla linea tracciata dal Tribunale di

---

<sup>179</sup> Sicché, la volontà del Tribunale di Milano è stata proprio quella di sostenere l’assetto originario delle norme in materia di regime patrimoniale dei fondi comuni, il quale sancisce la separazione dei compendi patrimoniali, sotto il profilo della responsabilità, dal patrimonio dei partecipanti e della Società di Gestione, e che in quanto tali possono legittimamente costituire centro di imputazione di diritti e doveri.

<sup>180</sup> con nota di SANTONI A., *Crisi del fondo comune di investimento, crisi della SGR e accordo di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. comm.*, I, 2018, p. 120. *Contra*, v. Tribunale di Mantova, 19 maggio 2016, in *Redazione Giuffrè* 2016; Tribunale di Bari, 21 marzo 2017, n. 1532, in *Redazione Giuffrè* 2017.

<sup>181</sup> Secondo il Tribunale di Milano la SGR, al pari degli altri intermediari bancari e finanziari, non potrebbe accedere a nessuna delle procedure concorsuali ex art. 80 TUB. Inoltre il fondo può fruire dell’accordo di ristrutturazione sia sulla scorta dell’art. 57 c. 6 *bis* TUF, che consente al fondo di accedere alla liquidazione coatta amministrativa, sia per la idoneità ad essere titolare di diritti ed obblighi.

Milano nel 2016, vi è la sentenza n. 263 del 21 febbraio 2017 emessa dal Tribunale di Perugia all'esito di un contenzioso in cui un fondo agiva in nome proprio, in persona del legale rappresentante della SGR, per far valere i diritti derivanti da una locazione d'immobili nei confronti di un conduttore moroso. Il soggetto convenuto eccepiva il difetto di legittimazione attiva del fondo, sostenendo che questa è di competenza della sola SGR.

Il Tribunale di Perugia, nel rigettare l'eccezione di difetto di legittimazione attiva in capo al fondo, ha fatto riferimento alle disposizioni normative intervenute successivamente rispetto alla pronuncia della Sentenza Pilota, deducendo che, in merito al comma 6 (ora 4), dell'art. 36 del TUF, "*rimane confermato che il patrimonio è proprio del fondo comune, non dunque della SGR*" o, ancora, in relazione alle disposizione della Legge di stabilità, che i referenti "*di trasferimento ed acquisto sono i fondi non le relative SGR*", ribadendo che gli atti normativi "*sopravvenuti*" riconoscono l'autonomia patrimoniale al fondo comune di investimento e, pertanto, la possibilità per quest'ultimo di essere titolare di diritti sostanziali e processuali.

Altri elementi a sostegno della tesi della cd. autonomia del fondo derivano da considerazioni di carattere sistematico, atteso che, ad esempio, in ambito tributario è stato già ampiamente sdoganato il principio secondo cui un "soggetto" (come il trust) che non è tale per il diritto civile, ben possa essere "capace" di essere titolare di un proprio patrimonio, autonomo rispetto a quello del disponente, del trustee e dei beneficiari, e che pure è "capace" di esserne intestatario (nei Registri Immobiliari - ove i singoli Uffici lo consentano - e nel Registro delle Imprese, ove l'intestazione di quote di partecipazione di società in capo al trust è generalmente ammessa, come insegna la quotidiana prassi professionale) come precisato dall'art. 73, comma 1, lett. c), d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

Infine, in senso critico rispetto all'orientamento della scissione della titolarità si è, da sempre, orientato il Consiglio Nazionale del Notariato<sup>182</sup>

---

<sup>182</sup> Come sopra ricordato rispettivamente nello Studio n. 90-2012/I del 18 ottobre 2012, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in CNN Notizie del 17 dicembre 2012; e, anteriormente, Consiglio Nazionale del Notariato Studio n. 101-2012/T del 21 settembre 2012,

oltre che alcuni autori (con un'estrazione professionale notarile)<sup>183</sup>.

Il CNN, sulla scorta del parere del Consiglio di Stato, ha espresso il proprio favore per la tesi dell'autonomia del fondo e, conseguentemente, per la trascrizione dell'alienazione effettuata direttamente in favore del fondo comune d'investimento, così da garantire l'opponibilità ai terzi dell'effetto traslativo e della separazione patrimoniale, di cui all'art. 36, comma 4, del TUF. La disposizione normativa su cui si fonda la prassi notarile è l'art. 2659 c.c., ai sensi del quale la nota di trascrizione deve recare l'indicazione delle "parti" (a favore e a carico delle quali viene effettuata la formalità). La prassi notarile, secondo il CNN, è concordemente orientata nel ritenere possibile qualificare il fondo comune quale parte in favore o contro effettuare le trascrizioni, poiché *"centro di imputazione di un'attività, sintesi di un patrimonio specificatamente individuato, qualificato espressamente dal legislatore come "autonomo" centro di interesse per i partecipanti al fondo"*<sup>184</sup>. Tale impostazione, secondo il CNN, risponde all'esigenza di assicurare certezza ai traffici giuridici e rendere opponibili ai terzi, come si vedrà, le vicende circolatorie riguardanti – in particolare – i beni immobili e l'autonomia patrimoniale del fondo (a garanzia del relativo ceto creditorio).

\*

## **2 Il fondo comune di investimento tra soggettivizzazione e digitalizzazione: il preludio ad un "self-driving fund"?**

Per quanto il dibattito attorno alla autonoma soggettività del fondo sia stato, fino ad oggi, alimentato da differenti prospettive giuridiche e molteplici inquadramenti sistematici, lo sforzo dell'interprete dovrà rivolgersi di qui a brevissimo (e, anzi, si sta già rivolgendo) su

---

*Il riassetto della disciplina tributaria dei fondi comuni di investimento immobiliari successivamente alle modifiche apportate dal d.l. 70/2011*, in CNN Notizie del 7 dicembre 2012.

<sup>183</sup> ALCARO F., *Unità del patrimonio e destinazione dei beni*, in *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, a cura di Bianca M., Milano, 2007, pp. 105 e ss.

<sup>184</sup> PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I del 18 ottobre 2012.

interrogativi ben più sfidanti e con prospettive decisamente più impattanti.

Ed infatti, come si è avuto modo di esaminare nei precedenti paragrafi, la qualificazione del fondo comune di investimento (quale comunione, patrimonio separato o soggetto autonomo, solo per citare alcune teorie) ha importanti conseguenze giuridiche in termini di imputazione e titolarità dei beni, vicende circolatorie e responsabilità gestoria e patrimoniale. Peraltro, ipotizzare che il fondo possa – nel prossimo futuro – iniziare ad agire concretamente quale entità autonoma ed autonomamente pensante sovverte completamente i paradigmi con cui il giurista (e non solo) è stato abituato a confrontarsi fino ad ora.

In termini generali è innegabile che rispetto ad una società – per definizione più “umanizzata”, contraddistinta da un peso forte degli assetti partecipativi e da una “personalizzazione” dell’amministrazione – il fondo di investimento sembra, *prima facie*, il terreno elettivo per sperimentare la *robotizzazione* piena di un ente.

In primo luogo per la finalità: il fondo comune ha come principale, se non esclusiva, finalità l’investimento e la remunerazione dell’investimento. Rispetto ad una società, che può essere animata – mediatamente – da obiettivi differenti ed ulteriori rispetto al mero profitto finanziario (quali, ad esempio, il mantenimento di soglie occupazionali, il presidio di porzioni di mercato e/o di zone geografiche di interesse concorrenziale, l’innovazione nella produzione di particolari categorie di beni o nella fornitura di peculiari servizi, la strumentalità rispetto ad altre società di un gruppo, ecc.), il fondo comune ha, senza dubbio, una maggior attitudine per la immediata profittevolezza dell’investimento diretto.

Tale aspetto, all’evidenza, faciliterebbe l’adozione di sistemi di intelligenza artificiale i quali, avendo quale *focus* principale (per quanto non esclusivo) l’analisi degli investimenti, potrebbero essere sviluppati in minor tempo e con maggior accuratezza rispetto ad altri sistemi di IA tenuti all’analisi di informazioni più eterogenee e chiamati a decisioni più complesse.

Nei fondi che investono nei mercati mobiliari il fenomeno è sicuramente più marcato ma anche nel settore dei fondi immobiliari, pur con tutte le

differenze in parte osservate tra fondi speculativi e fondi conservativi e rispettive strategie, l'automazione degli investimenti e delle scelte strategiche, rimesse *in toto* al “fondo algoritmico”, potrebbe trovare alcuni margini di realizzazione.

Altro elemento che renderebbe il fondo uno strumento ideale per la sperimentazione della integrale “disumanizzazione” è costituito dal proprio assetto partecipativo e dalle prerogative riconosciute ai partecipanti. Rispetto alle società, in cui l'elemento personalistico e gli assetti partecipativi sono spesso dirimenti ai fini dell'individuazione di strategie e direzioni mediante l'esercizio dei diritti sociali, nel fondo i quotisti godono di una ben minore capacità di incidere su aspetti gestori, dovendo limitarsi quasi esclusivamente a godere della remunerazione dell'investimento.

Ed allora, nel caso del fondo, sarebbe ben più agevole quella cesura tra sottoscrittori umani ed entità digitale autonoma sulle cui modalità ci si sta molto interrogando con riferimento alle società<sup>185</sup> e che, invece, nei fondi è una caratteristica quasi naturale.

E, sotto il profilo gestorio, rileva non poco la circostanza che il fondo sia altresì “asetticamente” amministrato da una società che, tramite ovviamente figure manageriali e direttive (per il momento ancora umane), amministra il risparmio gestito mediante investimenti strategici ma senza rispondere ad esigenze e/o istanze di un gruppo di potere quale la maggioranza dei soci.

Ovviamente tale assetto, caratteristico dei fondi, non comporta che le scelte amministrative siano del tutto slegate dai profili di rischio e di investimento che, invece, il fondo deve puntualmente predeterminare nel proprio regolamento sottoposto al vaglio degli investitori al fine di stimolarne l'adesione ma, certamente, la circostanza che il sottoscrittore,

---

<sup>185</sup> Descrive con precisione alcune di queste dinamiche TULLIO P., *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in AGE, 2019, 230-233, commentando BAYERN S., *The implications of Modern Business-Entity law for the Regulation of Autonomous Systems*, in *Stanford Technology Law Review*, 19, 2015, 101-104, il quale, con particolare riferimento al sistema americano, analizza il *Revised Uniform Limited Liability Act* (RULLCA, 2006) e delinea una piena compatibilità della normativa con una *limited liability company* totalmente gestita da un *autonomous system* fin dall'origine e/o successivamente allo scioglimento del rapporto sociale relativamente all'unico socio e/o ai diversi soci uscenti (società che diverrebbe, così, una *memberless LLC*, per quanto ribadendo che, anche ai sensi della normativa in esame, una LLC non potrebbe rimanere priva di soci *sine die*).



una volta aderito ed investito nel veicolo, non detenga su di esso la *potestas* di intervenire più o meno profondamente sulle scelte gestorie, rappresenta una peculiarità di non poco conto e, probabilmente, una fertile precondizione per la futura “automatizzazione” integrale dei fondi. E’ bene, però, chiarire un aspetto: in questa sede non ci si sta interrogando sull’utilizzabilità (per vero pacifica) nei fondi comuni di investimento di tutti quegli strumenti digitali e di intelligenza artificiale idonei ad incidere, in modo per vero anche molto energico, sugli assetti di *governance* supportando le scelte del *management* ovvero facilitando il funzionamento degli organi di gestione del fondo (che saranno meglio e più approfonditamente esaminati oltre).

In questa sede la riflessione è rivolta alla effettiva ipotizzabilità di un fondo totalmente (ed autosufficientemente) algoritmico o *robotizzato*, in grado *ex se*, non soltanto di processare informazioni, analizzare investimenti, valutare profili di rischio e fornire indicazioni precise e dettagliate ad un gestore umano, ma di autodeterminarsi, scegliere ed agire, quale entità autonoma, sulla base di meccanismi e processi analitici estremamente “intelligenti” e del tutto slegati dal fattore umano.

Come efficacemente osservato da alcuni autori, si tratta di «*prendere atto che la tecnologia moderna [...] non è (più) concepibile come una “cosa” e neppure come una semplice modalità. Al contrario essa individua un’altra dimensione*»<sup>186</sup>, determinando, per certi aspetti, la fine dei paradigmi classici di comprensione degli strumenti di investimento cari all’operatore economico (e al risparmiatore), prima ancora che i criteri di interpretazione e classificazione cui è abituato il giurista.

Si perdoni la ridondanza ma lo sforzo – massimo in questa prospettiva – non è, quindi, capire come l’intelligenza artificiale e gli algoritmi possano costituire (e costituiscano già) un valido supporto alle decisioni del gestore/amministratore “umano” ma se, ed in quale misura, l’IA possa essa stessa divenire un *decision maker* disumanizzato ed autonomo, con tutto ciò che un simile “ribaltamento” di prospettive possa comportare sul piano giuridico.

---

<sup>186</sup> così SANDEI C., *Intelligenza artificiale e funzionamento degli organi sociali*, in *Riv. Dir. Civ.* 4/2022, p. 699, che sul punto richiama NUZZO G., *Il diritto dell’impresa nell’era digitale (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, pp. 417 e ss.

Ben lungi, infatti, da tutti quegli strumenti – già disponibili – in grado di facilitare o supportare i meccanismi partecipativi, funzionali e decisionali endosocietari (e che, come vedremo, vengono ormai definiti correntemente come *Corptech*<sup>187</sup>, applicabili, per larga parte, anche ai fondi comuni), la vera grande sfida è, quindi, quella di capire se, accanto ad una *Assisted AI* che «*improves human decision making*» ed una *Augmented AI* che «*enables humans to do new things*»<sup>188</sup>, possa delinearci una *Autonomous AI*<sup>189</sup> in grado di trasformare fondi (e società) in entità capaci di autodeterminarsi senza necessità di intervento umano o, come ormai si usa dire, in *self-driving* o *de-humanized entities* (e, più specificamente nel caso di specie, *funds*).

Al di là delle espressioni utilizzate (per alcuni evocative e sfidanti, per altri tutt'altro che rassicuranti), gli interrogativi alla base di tali ipotesi trascendono dalla ricomprensione del fenomeno in categorie (anche giuridiche) esistenti, e prendono le mosse dall'elaborazione di vere e proprie nuove prospettive; terreno particolarmente scivoloso per il giurista positivo.

\*

### **3 Fondo algoritmico ed SGR algoritmica tra limiti giuridici e risvolti pratici. Prospettive di superamento della dualità?**

I paragrafi precedenti hanno mostrato chiaramente quanto ancora sia acceso il dibattito. Le considerazioni che precedono aiutano a comprendere il motivo per cui, già da qualche anno, proprio con riferimento ai fondi di investimento, si siano registrati alcuni primi tentativi di creare veicoli gestiti, in tutto o in parte, mediante strumenti di intelligenza artificiale.

---

<sup>187</sup> L'espressione *corptech governance* è stata coniata da ENRIQUES L. – ZETZSCHE D.A., *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – *Law Working Paper No. 457/2019*, contributo consultabile e reperibile al link [https://law-economic-studies.law.columbia.edu/sites/default/files/content/Luca%20Enriques%20\(2019\)%20Corporate%20Technologies%20&%20the%20Tech%20Nirvana%20Fallacy.pdf](https://law-economic-studies.law.columbia.edu/sites/default/files/content/Luca%20Enriques%20(2019)%20Corporate%20Technologies%20&%20the%20Tech%20Nirvana%20Fallacy.pdf) consultato in data 14 maggio 2022.

<sup>188</sup> ARMOUR J. – EIDENMÜLLER H., *Self-Driving Corporations?*, in *ECGI Law Working Paper n. 475/2019*, p. 13.

<sup>189</sup> Come efficacemente richiamato da MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, fasc. 1, 2019, p. 247.

Noto è, infatti, il caso di *Vital (Validating Investment Tool for Advancing Life Sciences)*, un algoritmo intelligente creato nel 2014 non già come mero strumento di informazione, analisi e supporto alle decisioni dei membri del *board* del fondo di *venture capital Deep Knowledge Ventures* di Hong Kong, ma istituito autonomamente quasi (non avendo tutte le prerogative e lo *standing* di vero e proprio componente) quale membro dell'organo amministrativo, con diritto/dovere di interpellare in relazione alle scelte di investimento. *Vital*, per quanto non dotato di un formale diritto di voto, assumeva il ruolo di "osservatore" che, però, avrebbe dovuto essere necessariamente consultato per supportare o meno le scelte degli amministratori<sup>190</sup>.

Dell'attitudine dei fondi ad essere più permeabili a meccanismi di gestione mediante strumenti algoritmici rende, efficacemente, conto Mosco ove osserva che le «*piattaforme o [de]i fondi operanti sui private markets*» adottano un modello d'amministrazione «*snello e aperto, basato su tecnologie digitali e informazioni complete, orientato al nuovo e fortemente collaborativo, votato all'innovazione e, in generale, concentrato sulla gestione strategica e operativa*»<sup>191</sup> e che l'adozione di un simile modello d'amministrazione potrebbe ben essere adottato da tutte quelle società che tentino la sfida della *autonomous ai*.

Prima di addentrarsi nell'esame degli aspetti di dettaglio, dei potenziali limiti e delle implicazioni che un ente totalmente disumanizzato (sia esso società o fondo) possa creare e provare ad ipotizzare quali possano essere gli approdi di simili tentativi nel comparto dei fondi immobiliari, è opportuno affrontare un primo, dirimente, aspetto: la possibilità o meno

---

<sup>190</sup> MÖSLEIN F., *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, 2017, su [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3037403](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3037403) consultato in data 20.11.2022. MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, op. cit., richiama in nota 1, anche il caso della società norvegese TIETO che ha inserito l'applicazione di intelligenza artificiale *Alicia T.* in un *leadership team* di una nuova *business unit* totalmente «*data driven*» come riportato dal sito della società [www.tieto.com/data-driven](http://www.tieto.com/data-driven).

<sup>191</sup> MOSCO G.D., op. cit., che richiama sul punto FENWICK M.-MCCAHERY J.A.-VERMEULEN E.P.M., *The End of «Corporate» Governance (Hello «Platform» Governance)*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 430/2018, su <https://ssrn.com/abstract=3232663>; GILSON R.J.-GORDON J.N., *Board 3.0 – An introduction*, Working paper n. 602, *Columbia Law & Economics*, 2019, su <https://ssrn.com/abstract=3332735>; BAINBRIDGE S.M., *Rethinking the Board of Directors: Getting Outside the Box*, in *UCLA School of Law, Law & Economics Research, Paper Series, Research paper no. 18-15*, 2018 reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3302927>. Nello stesso senso MIGNON V., *Blockchain-perspectives and challenges*, in *Decentralised Autonomous Organisations and the Law*, a cura di KRAUS D.-OBRIST T.-HARI O., Cheltenham-Northampton, 2019, p.6.

di riconoscere personalità giuridica e capacità di agire ad una *self-driving entity* totalmente disumanizzata<sup>192</sup>.

La questione, che rappresenta un'importante e preliminare “disambiguazione” rispetto ad ogni altra tematica di dettaglio, non può essere ridotta ad una aprioristica “scelta di campo” dal momento che, allo stato, esistono ancora argomentazioni valide sia in un senso che nell'altro. E', infatti, certamente vero che appare ancora complicato poter attribuire una piena responsabilità giuridica personale e patrimoniale, sia civile che penale, ad un algoritmo dotato di IA non gestito e/o rappresentato da una persona fisica<sup>193</sup>.

Peraltro, a queste condivisibili e fondate argomentazioni, potrebbero agevolmente contrapporsi le eccezioni di chi, in effetti, non ravveda un ostacolo giuridico all'individuazione di uno *status* e di una disciplina della soggettività degli algoritmi intelligenti. Dopo tutto una *fictio iuris* di questo tipo non sarebbe così distante da quella già utilizzata ai fini del riconoscimento della capacità giuridica alle società, cardine dei sistemi giuridici moderni.

Questa seconda impostazione, che con l'evoluzione dei progressi tecnologici e la migliore comprensione delle reali potenzialità dell'IA sta raccogliendo sempre maggiori sostenitori, potrebbe, in effetti, essere sostenuta anche mediante l'organizzazione e/o l'adattamento, per l'ente algoritmico, dei profili di responsabilità tipicamente ascrivibili alle persone giuridiche e alle società.

E ciò sia sotto il profilo penale, ipotizzando di introdurre e/o adattare strumenti normativi esistenti – come, ad esempio, il D. Lgs. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa delle società e degli enti – al fine sanzionare eventuali condotte illecite oggettivamente addebitabili agli

---

<sup>192</sup> Sulla questione si veda, tra gli altri, SBARBARO F. M., *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica: prime note sul recente dibattito in tema di autonomous entity*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, pp. 885 – 904.

<sup>193</sup> Le diverse posizioni sono affrontate da ENRIQUES L.- ZETZSCHE D., *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, ECGI, Law Working Paper n. 457/2019, consultato il 19 maggio 2022 su [http://ssrn.com/abstract\\_id=3392321](http://ssrn.com/abstract_id=3392321). Di un simile avviso anche MOSCO G.D., *op. cit.*, p. 249, il quale ribadisce la condivisibile affermazione secondo cui «*La prospettiva più corretta è quella di vedere nell'AI non un sostituto, ma un sostegno degli amministratori, un sostegno nondimeno abile di per sé e non meramente servente*», richiamando quanto affermato da Dmitry Kaminskiy, *managing partner* di *Deep Knowledge Ventures* secondo cui l'IA è costituita da «*smart machines with smart people*», e indicando l'intelligenza artificiale come vera e propria *quarta rivoluzione industriale*.

enti automatizzati, sia, a maggior ragione, sotto il profilo civilistico con tutti gli strumenti già da tempo utilizzati per le società (prescrizione di particolari requisiti patrimoniali e/o appostazione di fondi e riserve dedicate, coperture assicurative, ecc.). All'evidenza la costruzione di un simile apparato regolatorio andrebbe rimessa al legislatore, nazionale o europeo, come peraltro recentemente caldeggiato proprio dal Parlamento Europeo che, già qualche anno fa, auspicava l'adozione di norme di diritto civile sulla robotica e invitava la Commissione Europea a valutare «*l'istituzione di uno status giuridico specifico per i robot nel lungo termine, di modo che almeno i robot autonomi più sofisticati possano essere considerati come persone elettroniche responsabili di risarcire qualsiasi danno da loro causato, nonché eventualmente il riconoscimento della personalità elettronica dei robot che prendono decisioni autonome o che interagiscono in modo indipendente con terzi*»<sup>194</sup>.

La necessità di attribuire soggettività giuridica all'ente algoritmico rappresenterebbe, però, soltanto il *prius* logico e giuridico per valutare la compatibilità di una simile struttura con il nostro sistema civilistico di responsabilità.

Vi sono altri aspetti che debbono essere necessariamente considerati prima di catalogare come pacifica la nascita di enti totalmente algoritmizzati.

Un importante limite di non poco conto sarebbe, per ogni ente “disumanizzato” o “algoritmico”, rappresentato dalla disciplina della rappresentanza della persona giuridica.

Senza addentrarci, in questa sede, nella disamina delle pur sempre affascinanti teorie civilistiche su personalità giuridica, soggettività giuridica e capacità di agire oltre che su rappresentanza organica e rapporto rappresentativo<sup>195</sup>, pare il caso di ribadire che ogni ente, pubblico o privato, di natura societaria e non, ha necessità di essere

---

<sup>194</sup> Il testo della Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017 recante *Raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica* (2015/2103(INL)) è consultabile al link [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2017-0051\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2017-0051_IT.html), visualizzato in data 6 giugno 2022.

<sup>195</sup> Sul punto, diffusamente, TULLIO P., *op.cit.*, 241- 243 che richiama, tra i grandi padri del diritto civile e commerciale che si sono espressi sul punto, SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1997, pp. 44-45 e 273 e MESSINEO F., *Manuale di diritto commerciale*, 8a ed., Milano, I, 1957, pp. 533-534.

amministrato o, quantomeno, rappresentato da un proprio organo ineludibilmente composto almeno da una persona fisica in grado di compiere atti giuridici per conto dell'ente.

La possibilità, assolutamente pacifica nel nostro ordinamento<sup>196</sup> di attribuire l'amministrazione di alcuni tipi di società ad una persona giuridica – mutuata analogicamente anche dalle disposizioni sull'amministrazione del GEIE (art. 5 D.Lgs. n. 240/1991) e della Società Europea (art. 47.1 Reg. CE n. 2157/2001) – non esclude la necessità che l'amministratore-persona giuridica eserciti i propri poteri e le proprie funzioni mediante una persona fisica (anche in questo caso, quindi, imprescindibile) la quale rimanga responsabile in solido con l'amministratore-persona giuridica.

Sotto questo profilo, le osservazioni già svolte in ordine alla struttura dei fondi (e alla necessaria amministrazione in capo alla SGR) non fanno che corroborare la necessità di tale assetto essendo, allo stato, difficile ipotizzarne il superamento (ossia amministratore persona giuridica non rappresentato da una persona fisica) a meno di rivedere totalmente la disciplina generale della rappresentanza prima ancora che la struttura organica del fondo.

In ragione di quanto sopra osservato, emerge chiaramente la difficoltà, alla stregua del nostro ordinamento attuale, di attribuire una piena, completa e autonoma soggettività ad un ente totalmente disumanizzato e privo, quantomeno, di una persona fisica che ne rappresenti le volontà.

Se le predette considerazioni possono applicarsi ad ogni “ente algoritmico” (e quindi anche ai fondi), con specifico riferimento alle società (e quindi anche alla SGR), la possibilità di armonizzare ed applicare disposizioni normative operanti per le società “umanizzate” alle *self-driving companies* appare ancor più limitata.

Il limite è dato dalla sostanziale impossibilità, nel nostro ordinamento, di

---

<sup>196</sup> nel silenzio del codice tale aspetto si è consolidato a seguito della unanime interpretazione giurisprudenziale e dottrinale tra cui ricordiamo BUSANI A.-S. PERTOLDI S., *La nomina di soggetti diversi dalle persone fisiche alla carica di amministratore di società di capitali*, in Notariato, 2006, pp. 691 ss; BOLOGNESI C., *La persona giuridica amministratrice di società di persone: analisi e superamento degli argomenti ostativi*, in Riv. Not., 2011, pp. 298 ss.; PESCATORE G., *L'amministratore persona giuridica*, Milano, 2012.

avere una società stabilmente priva di soci<sup>197</sup>. Il venir meno della pluralità di soci nelle società di persone per un periodo maggiore di 6 mesi, così come l'ipotesi di commorienza di tutti i soci (o dell'unico socio in caso di s.r.l. o s.p.a. unipersonale) danno luogo all'automatico scioglimento della società.

Come osservato da alcuni autori<sup>198</sup>, ipotizzare la sussistenza in vita di una società che, priva di soci terzi (persone fisiche o giuridiche), rimanga, per ipotesi (realizzabile solo nel caso di s.p.a.), unica titolare delle proprie partecipazioni, determinerebbe non un'ipotesi di scioglimento automatico ma, comunque di scioglimento *ex art.* 2484 c. 3 c.c. per la sospensione del diritto di voto del socio in assemblea (determinando, così, l'impossibilità di funzionamento e/o la continuata inattività dell'assemblea).

La sostanziale necessità di un socio, quindi, sembrerebbe escludere la possibilità che possano sussistere società completamente disumanizzate nel nostro ordinamento.

Le criticità che risiedono nel concepire entità integralmente automatizzate non si limitano, però, alla sfera giuridica e normativa.

I rischi, variegati e complessi, riguardano numerosi profili che vanno dalla *cybersecurity* alla efficienza dei sistemi operativi, dai possibili *bias* della programmazione alle derive dell'autoapprendimento, proseguendo per la rischiosità dell'utilizzo di strumenti anonimi e spersonalizzati ai fini potenzialmente criminosi, ecc.

E' noto il caso di TheDAO, un fondo di *venture capital*, lanciato nell'aprile del 2016 della *start-up* tedesca Slock, che avrebbe dovuto operare, in modo del tutto automatizzato e mediante un'organizzazione decentralizzata (per l'appunto, una DAO, acronimo di *Decentralised Autonomous Organization*) investimenti mediante la criptovaluta *Ethereum*. TheDAO avrebbe dovuto costituire un'infrastruttura digitale solida e sicura, in grado di raccogliere fondi da un gran numero di sottoscrittori ed investire tali risorse in progetti ed attività finanziarie. La

---

<sup>197</sup> Come è noto, infatti, le società a responsabilità limitata e le società per azioni possono essere partecipate da un unico soggetto, mentre nelle società di persone (società semplice, società in nome collettivo e società in accomandita semplice) e nella società in accomandita per azioni è necessariamente prevista la presenza di più soci.

<sup>198</sup> STELLA RICHTER M. JR., *L'acquisto delle proprie azioni dopo il D.Lgs 142/2008*, in *Studi di Impresa*, Studio n. 35-2009/I, reperibile in [www.notariato.it/sites/default/files/35.pdf](http://www.notariato.it/sites/default/files/35.pdf).

raccolta dei fondi è effettivamente avvenuta mediante sottoscrizione di *smart contracts* e conseguente attribuzione ai sottoscrittori di *tokens* rappresentativi del proprio investimento. Lo *step* successivo avrebbe dovuto portare alla individuazione di un *contractor* votato a maggioranza e sulla base delle proposte di investimento presentate, tra i *token holders* candidatisi in tal ruolo. L'individuazione del *contractor* e la scelta della proposta avrebbero comportato il successivo trasferimento dei capitali necessitati alla proposta del *contractor* mediante sottoscrizione di un nuovo *smart contract*<sup>199</sup>.

Il progetto TheDAO, che probabilmente rappresenta la più evoluta ed algoritmizzata esperienza di un fondo di investimento fino ad oggi mai sperimentata, riuscì a raccogliere, subito dopo il lancio, oltre centocinquanta milioni di dollari ma, dopo poco tempo, subì un attacco *hacker* che portò alla sottrazione di oltre cinquanta milioni di dollari su di un altro conto Ethereum dal quale, però, non riuscirono ad essere definitivamente sottratti a causa del periodo di deposito obbligatorio previsto dallo *smart contract* Ethereum per quella tipologia di conto. Una buona parte delle somme fu recuperata utilizzando lo strumento dell'*hard-fork*, consistente in un importante aggiornamento del protocollo che costringe tutti gli utenti a passare al nuovo software se vogliono continuare a utilizzare la stessa *blockchain*. Tra il settembre ed il dicembre 2016 TheDAO è stata cancellata dal listino delle piattaforme di *criptocurrency-exchange* *Poloniex* e *Kraken* a causa della vicenda.

Accanto a comprensibili tematiche di sicurezza delle strutture informatiche, va considerato che, allo stato, gli algoritmi di IA presentano ottime capacità di analisi ed elaborazione di dati raccolti ma minori capacità di elaborazione di strategie in ordine ad eventi, avvenimenti ed informazioni ancora da “determinare”. In buona sostanza, come correttamente osservato da alcuni autori<sup>200</sup>, «*l'AI guarda necessariamente indietro, basa le sue scelte sull'elaborazione di dati, sì in grandi*

---

<sup>199</sup> DE FILIPPI P.-WRIGHT A., *Blockchain and the Law. The Rule of Code*, Cambridge-London, 2018, pp 101 e ss. hanno ben descritto The DAO come «*an unincorporated organization that issued the “DAO token” to represent an interest in a venture capital fund. The DAO had no purported owner, and parties purchased DAO tokens by transmitting ether to a smart contract managing the DAO*».

<sup>200</sup> MOSCO G.D., *op. cit.*, p. 250. Sul tema anche ITALIANO G.F., *Le sfide interdisciplinari dell'intelligenza artificiale*, in AGE n. 1/2019, pp. 9 e ss.



*quantità, ma per definizione relativi a quanto è già successo».*

Altro profilo certamente delicato riguarda il controllo dell'auto-apprendimento da parte dell'ente algoritmico, ben potendo ipotizzarsi (ed, essendo, per vero già accaduto<sup>201</sup>) che gli algoritmi di intelligenza artificiale, seguendo schemi di autoapprendimento, possano giungere ad elaborare risultati le cui operazioni non siano agevolmente ricostruibili dagli stessi programmatori.

Alle problematiche strettamente inerenti alle strutture tecnologiche si affiancano, poi, i rischi di un uso non corretto e/o effettivamente illecito dello strumento.

La disumanizzazione dell'ente, infatti, comporta *in primis* una difficile riconduzione allo stesso di profili di responsabilità (civile o penale) come si è avuto modo di osservare in precedenza ma, soprattutto, non consente un'immediata riconducibilità delle condotte (per ipotesi illecite) perpetrate dall'ente stesso. Sono a tutti note le ampie possibilità di operatività anonima sul *web*, mediante *browser* (come ad es. TOR) e sistemi criptati in grado, sostanzialmente, di neutralizzare ogni possibilità di tracciamento delle attività compiute e conseguente intercettazione dei flussi di dati, informazioni e transazioni compiute<sup>202</sup>.

Allo stato, quindi, ipotizzare un pieno riconoscimento alle cd. *self-driving entities*, totalmente disumanizzate, automatizzate ed autosufficienti, appare difficoltoso sia per ragioni giuridiche e regolamentari, sia per ragioni pratiche e operative.

Di contro, trincerarsi dietro una attuale (oggettiva) complessità nel

---

<sup>201</sup> PUGH W., *Why not appoint an algorithm to your corporate board?*, in *Slate Magazine*, 2019, reperibile al link <https://slate.com/technology/2019/03/artificial-intelligence-corporate-board-algorithm.html>, consultato in data 7 maggio 2022 richiama il caso dei *robot* Bob e Alice, creati dalla multinazionale Facebook, che nel 2017 avrebbero elaborato un linguaggio autonomo ed incomprensibile ai programmatori i quali, nel caso di specie, avrebbero interrotto l'alimentazione; MUZZAFFER E.- EROĞLU M.- KARATEPE KAYA M., *Impact of Artificial Intelligence on Corporate Board Diversity Policies and Regulations*, in *European Business Organization Law Review*, volume n. 23/2022, pp. 541-572 disponibile al link <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00251-5>, consultato in data 7 maggio 2022.

<sup>202</sup> Tra i tanti diffusamente PICOTTI L., *Profili penali del "cyberlaundering": le nuove tecniche di riciclaggio (Criminal profiles of "cyberlaundering": new laundering techniques)*, Relazione al Convegno Trent'anni di diritto penale dell'economia, Verona, 20-21 ottobre 2017, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2018, fasc. 3-4, pp. 590-619; CEDROLA S., *Il fenomeno del web sommerso: tra lecito e illecito*, pubblicato su *Ius in itinere*, il 27 gennaio 2017, raggiungibile al link <https://www.iusinitinere.it/fenomeno-del-web-sommerso-lecito-illecito-622> consultato in data 8 maggio 2022; GIORGINI E., *Algorithms and Law (Algoritmi e diritto)*, in *The Italian Law Journal*, 2019, fasc. 1, pp. 131-149.

regolamentare il fenomeno solo perché non se ne conoscono le reali potenzialità (o rischi) ovvero non appaia facilmente inquadrabile dentro le categorie classiche di soggettività e responsabilità giuridica, sarebbe probabilmente una scelta miope (oltre che poco coraggiosa).

La storia insegna, infatti, che è impossibile frenare o imbrigliare cambiamenti sociali, diritti civili, tecnologia o progresso perché precedono o, a volte, scardinano le convinzioni consolidate del giurista; quest'ultimo non dovrebbe mai abdicare al proprio ruolo che consiste nel comprendere un fenomeno, esaminarne i contorni, valutarne rischi e benefici, regolamentarlo, vigilarlo e, in caso di deriva, sanzionarlo.

Con riferimento specifico ai fondi di investimento e come anticipato nelle pagine che precedono, altro sarebbe ipotizzare l'automazione della società di gestione del risparmio, rispondente in pieno alle dinamiche societarie e soggetta ai limiti finora osservati, altro sarebbe riflettere su un fondo *ex se* algoritmico.

Se si parte dalla – condivisibile, ad avviso di chi scrive – impostazione secondo cui al fondo comune di investimento vada riconosciuta una autonoma soggettività giuridica e lo stesso, per quanto costituito ed alimentato dai fondi apportati dai sottoscrittori, non appartenga ad essi in termini propriamente “partecipativi” e proprietari ma, piuttosto, rappresenti un mero strumento di investimento e (auspicabile) remunerazione dello stesso, qualche margine per ipotizzare la configurabilità di un fondo integralmente algoritmico sembra intravedersi.

All'evidenza un simile strumento dovrebbe essere governato *in primis* da un regolamento di gestione del fondo particolarmente dettagliato, non soltanto con riferimento al profilo e alle strategie di investimento ma anche con riferimento ai meccanismi di apporto da parte dei sottoscrittori, ai loro diritti all'informazione sulle attività di investimento e sui rendimenti, oltre che sui meccanismi decisionali (per quanto automatizzati) adottati dal fondo.

Non si può, ovviamente, pretendere di trasferire ai quotisti la conoscenza dell'intera architettura del sistema di intelligenza artificiale adottato, delle modalità di analisi e dei meccanismi di elaborazione, perché, con tutta

probabilità, oltre che non avere gli strumenti per valutare compiutamente tali aspetti ne sarebbero, verosimilmente, disinteressati. Peraltro, l'integrale automazione di tutte le fasi dell'investimento (dalla sottoscrizione dello *smart contracts* di apporto, allo scambio delle informazioni, all'eventuale intervento in assemblea dei sottoscrittori, ecc.) presupporrebbe, quantomeno, un buon grado di comprensione delle dinamiche – automatizzate – di acquisizione, valorizzazione, gestione e dismissione degli *assets* immobiliari o mobiliari/partecipativi.

Anche sotto il profilo di responsabilità, il fondo *self-driving* ben potrebbe, da un lato, ricorrere ad idonee coperture assicurative per le ipotesi, esulanti dall'ordinaria operatività (più o meno profittevole), in cui l'algoritmo possa incappare in *bias* o problematiche di analisi/intervento, e potrebbe, dall'altro, prevedere, per regolamento interno o (meglio) per normativa, il doveroso accantonamento di riserve (ad es. per rischi ed oneri) più corpose in grado di contenere i rischi (solo ipoteticamente) maggiori rispetto ad un fondo gestito da una SGR “umanizzata” (quindi ammessa e non concessa una “diffidenza” rispetto allo strumento tradizionale, in una fase di transizione generalmente – fisiologicamente – considerato più affidabile).

L'ipotesi di fondi di investimento algoritmici imporrebbe, chiaramente, una integrale revisione anche degli enti di vigilanza ed in particolare la necessità di automatizzare, almeno in parte, anche tali organismi, mettendoli in condizione di raccogliere ed analizzare informazioni e dati inerenti l'operato e le consistenze dei fondi senza l'intervento umano.

Per quanto riguarda i fondi immobiliari, oggetto precipuo della presente trattazione, non può tacersi la circostanza che, rispetto ai fondi di investimento a vocazione esclusivamente finanziaria, essendo chiamati prevalentemente a gestire *assets* durevoli e caratterizzati da forte materialità, non sarebbero in grado, ad oggi, “disumanizzare” anche le fasi del *property*, del *facility* e del *asset service management*.

Di contro, sotto il fondamentale profilo della struttura di *governance*, un fondo algoritmico totalmente *autonomous* ed autoamministrato da algoritmi di intelligenza artificiale, renderebbe *prima facie* superfluo il ruolo della SGR, superando la dialettica – spesso molto complicata e

fonte di controversie – che vede gestore e fondo sostanzialmente distinti ma formalmente sovrapposti nell’assunzione di responsabilità nei confronti dei terzi.

Il fondo non avrebbe più, quindi, bisogno di un vero e proprio amministratore cui vengano demandate le funzioni gestorie e finanziarie, ormai assorbite ed evase dal *robot*, quanto più di un programmatore il quale, dismessi i panni del demiurgo creatore dell’algoritmo, indossi i panni del custode, vigile della buona efficienza e del corretto funzionamento dell’infrastruttura digitale, ben attento (ed ancor meglio sorvegliato) a non interferire con l’algoritmo se non per migliorarne ed ottimizzarne, nel tempo, le prestazioni, in modo fedele e coerente con un *operating agreement* puntualmente definito<sup>203</sup>.

Per quanto il tema della rappresentanza della “volontà robotica” del fondo sia, nel sistema attuale (ancora lontano da una digitalizzazione integrale ed integrata), un elemento di non semplice riflessione, sembra potersi sostenere che l’affermazione e la diffusione di fondi algoritmici possa costituire il primo *step* per il superamento del dualismo tra SGR e fondo, conglomerando e consolidando in capo a quest’ultimo tanto le funzioni gestorie e finanziarie, quanto le responsabilità patrimoniali (in attesa di una definizione della “responsabilità personale del *robot*”) ponendo fine al dubbio amletico sul fondo “oggetto o soggetto”.

\*

---

<sup>203</sup> BAYERN S., *The implications of Modern Business-Entity law for the Regulation of Autonomous Systems*, in *Stanford Technology Law Review*, 19, 2015, p. 99 oltre che, diffusamente, RIBSTEIN L.E.-LIPSHAW J.M.-MILLER E.S.-FERSHEE J.P., *Unincorporated business entities*, New York, 2013.

*Sezione II. Vecchi e nuovi problemi di circolazione dei beni e responsabilità.*

#### **4 Gli assetti proprietari e la circolazione dei beni nei fondi immobiliari.**

I paragrafi precedenti hanno mostrato chiaramente quanto ancora sia acceso il dibattito in ordine alla soggettività o meno del fondo di investimento e, conseguentemente, alla sua suscettibilità ad essere autonomamente considerato centro di imputazione di interessi giuridici, obblighi e diritti tra cui nello specifico, e viste le contiguità del presente lavoro con quella branca del diritto che negli ordinamenti anglosassoni viene definita *real estate and property law*<sup>204</sup>, il diritto di proprietà su beni immobili.

Nonostante il solco civilistico del mancato riconoscimento della autonoma soggettività al fondo sia stato nettamente tracciato dalla Corte di Cassazione (secondo quella che abbiamo definito “tesi della separazione”), come anticipato, fino a tempi recenti si sono registrati ai numerosi arresti di merito ed alcuni di legittimità (Sezione Tributaria) in senso contrario a supporto di quella che è stata definita la “tesi dell’autonomia”.

Orbene, pur nella consapevolezza di non poter esattamente sovrapporre la disciplina generale a quella speciale e nonostante una recente pronuncia – Cass. Sez. Trib. 29888/2020 – abbia riaffermato l’insussistenza della soggettività del fondo, sempre in ambito tributario – che, ben lungi dall’essere slegato dalla qualificazione civilistica di un istituto, dovrebbe fondarsi, o quantomeno conformarsi ad essa quale *prius* logico e giuridico della soggettività a fini fiscali – si sono registrate diverse pronunce che hanno riaperto il dibattito<sup>205</sup>.

La *quaestio*, se possibile ancor più *vexata* in ambito tributario<sup>206</sup>,

---

<sup>204</sup> Sul punto CANDIAN A., GAMBARO A., POZZO B., *Property-Proprietà-Eigentum*, in *Corso di Diritto Privato Comparato*, Padova, 1992, pp. 1 e ss.

<sup>205</sup> Ci si riferisce alle recentissime Cass., Sez. trib., ord. 18 giugno 2021, n. 17564; Cass. Sez. Trib., ord. 9 giugno 2021, n. 16059; Cass. Sez. Trib., ord. 17 febbraio 2021, n. 4138.

<sup>206</sup> Sul tema si vedano DEL VAGLIO M. – BONOMO D., *Riconosciuta la sostanziale titolarità dei diritti reali in capo ai fondi immobiliari – Ancora dubbi sulla soggettività tributaria dei fondi immobiliari*, in commento a Cass. Sez. Trib. ord. 9 giugno 2021, n.16059 che osservano come «Non sembra possibile, infatti, trascurare che i fondi immobiliari (non diversamente dai fondi mobiliari) sono degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e come tali

racchiude in sé le dispute civilistiche riguardanti, *inter alia*, l'individuazione esatta del titolare del diritto sui beni immobili costituenti il patrimonio del fondo comune d'investimento e, soprattutto, quale sia il modo per dar conto della disposizione di un bene immobile ad un fondo comune d'investimento ed il relativo regime giuridico in caso di vicende circolatorie dei beni.

Come visto, la tesi della separazione sostiene che gli immobili che compongono il patrimonio del fondo immobiliare siano di proprietà, seppure solo formale, della SGR, e che pertanto le relative formalità debbano essere eseguite nei confronti della SGR, unico soggetto legittimato ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato di cui il fondo si sostanzia.

Tale impostazione origina da un diverso atteggiarsi della proprietà cd. generale e della proprietà in ambito di fondi comuni, emergendo chiaramente come, in relazione ad essi, rilevino più soggetti o, meglio, diversi centri di interessi tra cui gli stessi fondi, la società di gestione del risparmio, gli investitori nonché la banca depositaria. Come osservato da avveduta dottrina<sup>207</sup> *«Il fenomeno, è, quindi, disciplinato non in relazione al paradigma di appartenenza secondo il tradizionale schema dominicale, ma individuando una disciplina dello svolgimento di un'attività, esercitata attraverso l'utilizzo di tipologie di beni specificatamente individuati (strumenti finanziari o, come nel caso in esame, immobili), gestiti secondo un intreccio di relazioni tra più soggetti, svolte secondo i paradigmi:*

- *dell'interesse;*
- *della destinazione;*
- *della responsabilità».*

---

*ontologicamente distinti dai patrimoni separati delle società di capitali. Né sembra corretta l'assimilazione, assai riduttiva, tra fondi immobiliari e trusts. La inequivocabile distinzione risiede nel fatto che la SGR gestisce una pluralità di fondi che fanno capo a diverse compagini di investitori (i quotisti). E dunque ogni possibile qualificazione del fondo immobiliare che non evidenzia la distinzione tra la compagine sociale della SGR e quella del fondo appare incompleta»* e richiamano altri autori che hanno alimentato il dibattito tra cui diffusamente LAROMA JEZZI P., *Separazione patrimoniale e imposizione sul reddito*, Milano, 2006; SPOSATO D.P., *ICI/IMU a carico dei fondi immobiliari e non della società di gestione*, in *Corr. Trib.*, n. 46/2013, pag. 3664; ARQUILLA N., *La soggettività degli oicr ai fini delle imposte sui redditi*, in *Corr. trib.*, n. 17/2012, pag. 1294.

<sup>207</sup> PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, op. cit. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

Per quanto, in generale, nell'ambito di fondi comuni si articola «un fenomeno che si connota essenzialmente in termini di investimento (con partecipazione al rischio), posto in essere da soggetti non interessati alla gestione diretta dell'attività attuata con il patrimonio investito, che viene pertanto affidata ad un soggetto specializzato»,<sup>208</sup> e quindi la «dissociazione tra proprietà e controllo» sia massima<sup>209</sup>, la tematica assume un rilievo determinante in un mercato ancor più specifico quale quello immobiliare, contraddistinto da forte materialità e da un regime pubblicitario di essenziale garanzia di certezza nei traffici giuridici<sup>210</sup>.

Il tema, come per giunta, incide direttamente sulla responsabilità patrimoniale del fondo.

Mentre per i fondi che investono in strumenti finanziari la custodia presso la banca depositaria rappresenta la primaria garanzia di separazione patrimoniale e “impermeabilità” dei fondi gestiti da una stessa SGR, nei fondi immobiliari, è il regime pubblicitario ad assumere un rilievo dirimente (essendo impossibile il “deposito” di immobili) ed essendo il sistema pubblicitario organizzato su base soggettiva, richiede che venga individuato un “soggetto-proprietario” a favore del quale effettuare le formalità.

Quindi, se si prendono in considerazione i tradizionali schemi dominicali, risulta evidente che nessuno di questi è perfettamente attagliabile al complesso di rapporti descritti stante la loro evidente inadeguatezza<sup>211</sup> (per giunta nell'ottica statica del propugnato paradigma “proprietà dei

---

<sup>208</sup> PAOLINI A., *ibid.*

<sup>209</sup> Tale espressione è ripresa da BERLE A.A. – MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, New York, 1993. Di diverso avviso, in tempi ancor più risalenti, ROSSI G. *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967. Mette in luce con particolare evidenza la posizione di soggezione degli investitori nei confronti della società di gestione, COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, pp. 203 ss.

<sup>210</sup> Sul punto, COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi d'investimento*, in *Rivista del Notariato*, I, 2014, pp. 11: “E tale autonomia si giustifica ancor più nel caso di fondi immobiliari. Mentre, infatti, per i fondi mobiliari è pensabile una scissione tra la funzione gestoria e quella di custodia (presso la banca depositaria) tale modalità risulta inapplicabile a meno di non immaginare appunto un custode o un vincolo sul bene immobile (che così assolve alla medesima finalità di «custodia» della funzione impressa al bene).”.

<sup>211</sup> Sostenuti, invece, dalla pur autorevolissima dottrina più datata. Cfr. ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008, pp. 142; MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, pp. 1; ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto e “Persona” e “persone giuridiche” nell'età moderna*, in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978, pp. 113.

beni del fondo – titolare”) e sembrerebbe, quindi, doversi cedere il passo ad un approccio dinamico<sup>212</sup>, focalizzato sul concreto atteggiarsi delle vicende circolatorie<sup>213</sup> e, conseguentemente, quelle pubblicitarie, volte a rendere opponibile ai terzi l’assetto patrimoniale realizzato.

La tematica pubblicitaria, come ovvio, sconta tutta la complessità del sottostante problema circolatorio: vero è che la funzione di gestione, così come il potere di disposizione, sono attribuite alla SGR (promotrice dell’istituzione del fondo, con facoltà di delega ad una altra SGR), ma è altrettanto vero che questa li esercita in modo vincolato, essendo tenuta ad agire nell’interesse dei partecipanti al fondo e soggetta al controllo della banca depositaria.

Di contro, e nonostante il potere di disposizione in capo alla SGR, i risultati dello stesso sono attribuiti, senz’altro, al fondo in forza della segregazione patrimoniale (si pensi ai proventi di una vendita) e ciò rappresenta, ovviamente, il frutto della appartenenza dei beni al fondo spettante ai partecipanti quale remunerazione finanziaria degli investimenti.

E’ evidente che la soluzione “classica” dell’attribuzione “unitaria” della proprietà ad un soggetto (i.e. SGR) non tenga<sup>214</sup>: se si aderisse *sic et simpliciter* a questa impostazione anche sotto il profilo pubblicitario una qualsiasi variazione del gestore comporterebbe una (inaccettabile) vicenda traslativa in capo al bene, resa pubblica e che creerebbe un assoluto disorientamento e incertezza nei traffici giuridici quando, invece, sarebbe mutato soltanto il gerente e non anche la titolarità dei beni e, quindi, la garanzia patrimoniale dei terzi.

Per giunta, l’inopportunità dell’attribuzione pura e semplice della

---

<sup>212</sup> Sul punto, FERRI JR G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi d’investimento*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 1992, pp. 33 ss., osserva che “*le caratteristiche della disciplina e della natura giuridica del fondo, nel suo aspetto “statico” di patrimonio “distinto” (...) si possono e debbono spiegare sulla base e come conseguenza del momento “dinamico” della gestione*”.

<sup>213</sup> Predilige un approccio funzionale al tema anche Tribunale di Milano, sentenza n. 7232 del 10 giugno 2016, richiamando per giunta l’art. 6 c. 1 della L. n. 183 del 12 novembre 2011 (Legge di stabilità 2012) che prevede, per i fondi pubblici istituiti dalla SGR del Ministero dell’Economia e delle Finanze dei beni immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali direttamente e non in capo alla relativa SGR.

<sup>214</sup> Cfr. COSTI R., *La struttura dei fondi di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, pp. 297; FERRI JR G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1992, I, pp. 33 ss.



proprietà del bene alla SGR emergerebbe anche nell'ipotesi di trasferimento di un immobile da un fondo all'altro, entrambi all'altro gestiti dalla medesima SGR.

In questo caso, infatti, non mutando la titolarità formale dei diritti si arriverebbe alla paradossale conclusione per cui non risulterebbe alcuna trascrizione come se non si fosse prodotto alcun effetto traslativo con l'aberrante conseguenza di non rendere opponibile ai terzi l'avvenuto passaggio da un patrimonio separato all'altro<sup>215</sup>.

Peraltro l'assetto sostanziale delle dinamiche proprietarie del fondo lascerebbe propendere per l'individuazione di soluzioni più coerenti quale, ad esempio, la modificazione del mandato<sup>216</sup>, inidonea ad evocare anche lontanamente un qualsivoglia effetto traslativo in caso di cambio della SGR ma la soluzione è, a tutt'oggi, oggetto di acceso dibattito<sup>217</sup>.

La prassi notarile, sulla scorta della sostenuta tesi dell'autonomia, si è sempre orientata<sup>218</sup> nel senso di ritenere preferibile procedere all'intestazione dell'immobile in capo al fondo comune d'investimento e menzionare la Società di Gestione nel cd. "quadro D". Secondo i Notai, per quanto l'art. 2659 c.c. non indichi tra le "parti" i fondi comuni di investimento, la giurisprudenza<sup>219</sup> ha, da sempre, confermato che l'elenco

---

<sup>215</sup> BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in nota a Tribunale di Milano, 10 giugno 2016, n. 7232, rinvenibile al link <https://rivista.dirittobancario.it/la-soggettivita-dei-fondi-comuni-di-investimento-appunti-margine-della-pronuncia-di-tribunale-di> consultato in data 10 novembre 2021. Sul punto si veda anche BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012.

<sup>216</sup> LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998, pp. 1121 ss.; MIOLA M., *La gestione collettiva nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 2001, pp. 302; CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno, Vol. 16, I, II ed., Milano, 2008*, 32.

<sup>217</sup> Le tipiche esplicazioni del diritto del proprietario, come la gestione, la disposizione e il godimento del patrimonio del fondo non si estrinsecano in capo alla SGR.

<sup>218</sup> Consiglio di Stato, 11 maggio 1999, in *Foro Amministrativo*, 2000, pp. 2225 ss.; Ministero delle Finanze, circolare 11 novembre 1999, n. 218/T.

<sup>219</sup> Tra le altre Cass. 23 giugno 1994, n. 6032, secondo la quale "le forme associative non personificate ed i comitati privi di riconoscimento sono accomunati dalla qualificazione negativa di non essere persone giuridiche, ma ugualmente costituiscono figure soggettive cui può essere attribuita la titolarità di diritti, sia obbligatori che di natura reale", in *Foro it.*, I, 1995, pp. 1268 e ss., con nota di LENOCI V., *Comitati e acquisiti immobiliari*. Sul punto anche CAROTA L., *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in *Contratto e impresa*, II, 1994, pp. 1090 ss. Nell'ordinamento italiano è, infatti, pacificamente riconosciuta la possibilità di trascrizione immobiliare in favore di soggetti privi di una effettiva soggettività giuridica, quali ad esempio il condominio, nei cui confronti la trascrizione immobiliare è riconosciuta pur essendo la giurisprudenza costantemente orientata nel considerare lo stesso privo della soggettività giuridica; cfr. Corte di Cassazione, 20 febbraio 2009, sentenza n. 4245, nota di

previsto dal richiamato articolo non può essere considerato come tassativo e, inoltre, non sembrano esservi «difficoltà a far rientrare nel concetto di parte anche il fondo, in quanto centro di imputazione di un'attività, sintesi di un patrimonio specificatamente individuato, qualificato espressamente dal legislatore come "autonomo", centro di interesse per i partecipanti al fondo»<sup>220</sup>.

Come noto, il cd. quadro D corrisponde alla sezione della nota di trascrizione a forma libera nella quale vanno menzionate eventuali condizioni o patti di natura reale individuati nella nota e la descrizione non dettagliata dei fabbricati in corso di costruzione, nonché, «altri contenuti dell'atto, elementi questi ultimi che il redattore della nota dovesse ritenere opportuni, se non necessari, per un'informazione più completa sulla vicenda o sul rapporto giuridico che si vuole pubblicizzare», ai sensi dell'art 17 della Legge n. 52/1985.

Secondo il Notariato – e tutti i sostenitori della tesi dell'autonomia – è opportuno prediligere l'assetto sostanziale, menzionando nel quadro D la SGR e non il fondo in modo tale che l'eventuale sostituzione del gestore, non muterebbe l'intestazione dell'immobile, dovendosi procedere, al limite, alla sola modificazione dell'indicazione nel quadro D.

Ovviamente, nel caso invece di circolazione del bene tra diversi fondi si dovrebbe procedere alla relativa voltura.

In buona sostanza, secondo il Notariato andrebbe trascritta la proprietà in capo al titolare reale ed effettivo del bene (il fondo) ed indicato nel solo quadro D il titolare formale (la SGR) utile a far comprendere in capo a chi vada riconosciuta *de facto* la capacità di agire.

La Cassazione, del diverso avviso che i beni immobili che costituiscono

---

NATALI A.I, in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2009, 661 e ss.; in cui l'autore sottolinea che «è comune, in sede giurisprudenziale, la ricostruzione del condominio come "ente di gestione", ovvero come entità priva di un'autonoma personalità giuridica ma legittimità ad agire in rappresentanza e nell'interesse dei condomini». Nello stesso senso BUSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggi di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Le Società*, 11, 2017, 1239, pp.e ss. che osserva un soggetto, per essere tale, non deve necessariamente essere "personificato", ma "deve essere caratterizzato da regole che consentano di intravedervi un autonomo centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive". Contra VIGO R., *Impresa e pubblicità immobiliare*, Milano, 2001, pp. 12 ss. afferma sulla base della mancata previsione dei fondi nell'art. 2659 del Cod. Civ. che nella nota di trascrizione non vada indicato affatto il fondo immobiliare.

<sup>220</sup>PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, op. cit. Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

un dato fondo rappresentano «una porzione separata del patrimonio della SGR dotata di autonomia: e cioè distinta dagli altri fondi comuni e dal patrimonio c.d. “residuo” della SGR»<sup>221</sup>, insiste nel prediligere l'impostazione secondo cui la trascrizione vada effettuata a favore direttamente della SGR, integrandola con l'annotazione del vincolo a favore del fondo nel quadro D (probabilmente per coerenza con l'assetto dei patrimoni destinati, con l'unica grande differenza che mentre la titolarità sostanziale di questi sia effettivamente della società segregante per quanto con vincolo di destinazione all'affare, nei fondi la titolarità sostanziale è dei partecipanti).

L'assetto proposto nella Sentenza Pilota non sembra soddisfacente.

In primo luogo per la dubbia capacità della mera menzione nel quadro D del vincolo a favore del fondo di garantire la separazione ed autonomia patrimoniale perfetta del fondo rispetto alla SGR e agli altri fondi da essa gestiti avendo, l'annotazione nel quadro D, unicamente la funzione di pubblicità-notizia, non anche di pubblicità dichiarativa e, quindi, quale mera integrazione del contenuto degli atti traslativi, non dovrebbe essere utilizzata per rendere opponibile ai terzi la separazione patrimoniale sussistente tra i fondi gestiti dalla stessa società (tutti separati tra loro) e tra essi e il patrimonio “residuo” della stessa.

Ma vi è di più.

Secondo il CNN, l'impostazione propugnata dalla Corte di Cassazione sembra lasciare insoddisfatti anche sotto un profilo sistematico perché, atteso che la sostituzione della SGR (pacificamente<sup>222</sup>) non viene configurata dal Legislatore come atto traslativo (tanto che le relative procedure vengono, di norma, ricomprese nel regolamento di gestione dei fondi ai sensi del Titolo V, Capitolo I, Sez. 4.1.1 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), l'intestazione principale del bene in

---

<sup>221</sup> Sul tema si rinvia a quanto osserva D'AIELLO G.M., *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, V, 2020, pp. 733 e DE LUCA N., *SGR e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 613, spec. 621 ss.

<sup>222</sup> BUSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggi di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Le Società*, 11, 2017, 1239, pp.e ss.; GALLARATI A., *SGR e Trustee, convergenze e divergenze rispetto alle modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare*, consultabile al link <https://www.dirittobancario.it/art/sgr-e-trustee-convergenze-e-divergenze-rispetto-modalita-esecuzione-pubblicita-immobiliare/> consultato in data 5 maggio 2022.

favore della SGR comporterebbe, invece, la necessità trascrivere un atto contro la SGR sostituita e uno a favore della SGR subentrante; soluzione che, oltre che incoerente per una mera modifica di un mandato, appare foriera di costi (e confusione per gli interpreti) del tutto inutili.

Per giunta si consideri, sotto un profilo pratico, che gli elementi che costituiscono il quadro D non possono rappresentare la chiave di accesso al sistema per l'interrogazione del sistema, pertanto tale impostazione determinerebbe difficoltà nell'identificazione dell'immobile.

In conclusione, e in ragione di tutto quanto osservato, dato che ex art. 2665 c.c. *«l'omissione e l'inesattezza di alcune delle indicazioni richieste nelle note menzionate negli art. 2659 e 2660 non nuoce alla validità della trascrizione, eccetto che induca incertezza sulle persone, sul bene o sul rapporto giuridico, a cui si riferisce l'atto o, rispettivamente, la sentenza o la domanda»*, sembrerebbe opportuno aderire alla impostazione della autonomia anche in punto di adempimenti pubblicitari e vicende circolatorie; impostazione che, senza ombra di dubbio, appare idonea a ridurre se non ad eliminare il rischio di incertezza che sarebbe fonte di invalidità della trascrizione<sup>223</sup>.

\*

## **5 La digitalizzazione delle transazioni immobiliari: l'utilizzo di *smart contracts* nell'acquisizione e dismissione di portafogli immobiliari.**

Dopo aver esaminato come, ordinariamente e secondo i classici strumenti civilistici, circolano i beni immobili facenti parte del patrimonio del fondo, i controlli che vengono svolti, i soggetti cui vengono demandati e le strategie che ne ispirano i contenuti, pare quantomai opportuno interrogarsi su quali possano essere gli strumenti che il mezzo digitale e l'intelligenza artificiale ci mettano oggi (o ci metteranno, nell'immediato futuro) a disposizione.

In primo luogo, ancora una volta, un elemento dirimente è dato dal

---

<sup>223</sup> Per quanto, sul punto, appaiono più orientate ad una valutazione caso per caso FERRI L. – ZANELLI P., *Della trascrizione*, in *Commentario del codice civile SCIALOJA – BRANCA*, a cura di Galgano F., Bologna – Roma, 1995, pp. 426 ss., secondo i quali la decisione finale sulla sussistenza o meno dell'incertezza compete al giudice di merito, in sede di valutazione di fatto non censurabile in Cassazione.

soggetto che ha (o avrà) la paternità degli atti giuridici posti in essere in esecuzione delle strategie del fondo per acquisire, dismettere ovvero gestire gli immobili *target* o facenti già parte del portafoglio.

Se, infatti, all'umano si pone ancora l'alternativa tra l'utilizzo dei classici strumenti negoziali, contrattuali, amministrativi<sup>224</sup> e *latu sensu* certificativi<sup>225</sup> ovvero "sperimentare", pur con tutti i limiti della attuale – tecnologicamente frammentaria e lacunosa – regolamentazione di questi fenomeni, le cd. "nuove tecnologie" offerte da atti e contratti digitali, per l'ipotetico futuro soggetto giuridico *robotizzato* questa alternativa non si porrebbe essendo gioco forza obbligato a seguire strade automatizzate ai fini della propria operatività (ed in particolare per la compravendita dei beni, la costituzione su di essi di diritti reali o personali di godimento, ecc.).

Uno degli strumenti tecnologici più importanti ai fini dell'apporto, della acquisizione e/o della dismissione di immobili (e non solo) è rappresentato dai cd. *smart contracts*. Con tale espressione si fa riferimento ad accordi tradotti in codice informatico e registrati dalla rete, che si eseguono automaticamente al verificarsi delle condizioni stabilite dalle parti e riprodotte nel codice, senza che vi sia la necessità dell'interazione umana.

Molto sinteticamente gli *smart contracts* sono degli *script*, quindi dei codici informatici, scritti con linguaggi di programmazione, la cui funzione è automatizzare l'esecuzione delle prestazioni in quanto, al verificarsi di specifiche condizioni in esso previste, tali "contratti intelligenti" sono in grado di auto eseguirsi; di conseguenza gli *smart contracts* rappresentano un modello di infrastruttura digitale che consente a due o a più soggetti di stipulare un contratto di qualsivoglia natura senza dover ricorrere alla presenza di intermediari, e senza la necessità di stabilire un incontro fisico tra le stesse parti.

---

<sup>224</sup> ricomprendendo in tale ampia locuzione, qui utilizzata in accezione meramente discorsiva tutte le attività, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, inerenti le autorizzazioni di ministeri e/o soprintendenza dei beni culturali per immobili sottoposti a vincoli di vario genere, i procedimenti relativi a condoni e/o sanatorie, il rilascio di nulla osta ambientali e paesaggistici, i provvedimenti di esproprio per realizzazione di opere di urbanizzazione, ecc.

<sup>225</sup> ricomprendendo, altresì, in questa formulazione atecnica tutti i diversi aspetti inerenti le funzioni notarili, di registrazione degli atti, di adempimenti catastali, pubblicitarie ecc. che rivestono – come si è osservato nel paragrafo precedente – una importanza tutt'altro che marginale, vieppiù in ambito di fondi immobiliari

L'espressione, conosciuta dall'informatico statunitense Nick Szabo<sup>226</sup> e recentemente mutuata dal legislatore italiano<sup>227</sup>, individua contratti scritti in un linguaggio informatico nei quali confluisce l'accordo intervenuto tra le parti in una logica computazionale (ossia secondo la struttura "if this-then that": al verificarsi della condizione A ("this") si produrrà automaticamente, per effetto dell'algoritmo contenuto nello *smart contract*, l'effetto B ("that")), che, da un lato, è in grado di auto eseguirsi (*self-execution*) operando attraverso un *software* «il cui codice informatico contiene le istruzioni e i dati per l'esecuzione delle pattuizioni tra le parti»<sup>228</sup> e, dall'altro, prevede dei rimedi automatizzati in caso di inadempimento (*self-enforcement*), normalmente (ma non necessariamente) memorizzato su un registro distribuito<sup>229</sup>.

\*

Come anticipato, la genesi e la formazione degli *smart contracts* può essere differente a seconda dei casi: per quanto l'ambizione possa essere quella di vedere *smart contracts* creati direttamente da algoritmi di IA che, magari, ad esito di un semplice colloquio (anche da remoto) con le future parti o dagli *inputs* ricevuti da esse (ad esempio per *mail*), possano condurre la negoziazione, contemperare gli interessi e le esigenze delle

---

<sup>226</sup> SZABO N., *Smart contracts: building blocks for digital markets*, in *EXTROPY: The Journal of Transhumanist Thought*, 1996, (16), 18(2) e ancora, SZABO N., *The idea of smart contracts*, 1997, reperibile al link <http://szabo.best.vmh.net/idea.html>.

<sup>227</sup> Come si vedrà, nell'art. 8 ter della L. 11 febbraio 2019 n. 12, di conversione del D.L. 14 dicembre 2018 n. 135. Per alcuni riferimenti agli *smart contracts* si veda il *report* della Banca d'Italia, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2017, reperibile al link [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech\\_in\\_Italia\\_2017.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf)

<sup>228</sup> STAZI A. *Automazione contrattuale e contratti intelligenti*, Torino, 2019, p.109; DE CARIA R., *The Legal Meaning of Smart Contracts*, in *European Review of Private law* n. 6/2019, reperibile anche al link [https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/1651566/464500/R.%20de%20Caria2c%20The%20Legal%20Meaning%20of%20Smart%20Contracts%2C%20ERPL\\_26\\_0602.pdf](https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/1651566/464500/R.%20de%20Caria2c%20The%20Legal%20Meaning%20of%20Smart%20Contracts%2C%20ERPL_26_0602.pdf) consultato in data 10 luglio 2022., che così sintetizza la definizione di *smart contract*: «any digital agreement which is (a) written in computer code (thus, a piece of software), (b) run on blockchain or similar distributed ledger technologies (thus, decentralized) and (c) automatically executed without any need for human intervention (thus, smart)».

<sup>229</sup> Il linguaggio di programmazione informatica maggiormente utilizzato per la codificazione di questi strumenti contrattuali è il *Python*, ma si conoscono anche *smart contracts* in linguaggio C++ e in altri linguaggi come, ad esempio, la piattaforma "Ethereum", la prima che ha consentito allo *smart contract* di funzionare sulla *blockchain*. Sul punto il fondatore di *ethereum* BUTERIN, V., *A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform*, 2014, reperibile al link [https://finpedia.vn/wp-content/uploads/2022/02/Ethereum\\_white\\_paper-a\\_next\\_generation\\_smart\\_contract\\_and\\_decentralized\\_application\\_platform-vitalik-buterin.pdf](https://finpedia.vn/wp-content/uploads/2022/02/Ethereum_white_paper-a_next_generation_smart_contract_and_decentralized_application_platform-vitalik-buterin.pdf).

parti e modellare le clausole modulandole in funzione degli interessi perseguiti, ad oggi siamo ancora un po' lontani dato che gli *smart contracts* sono (generalmente) ancora molto umanizzati.

Ed infatti, di norma, al perfezionamento degli *smart contracts* si giunge ancora attraverso le modalità (negoziali e redazionali) tradizionali<sup>230</sup>, individuando – in seno ad una negoziazione “classica” tra le parti – l’assetto che si intende conferire all’accordo, salvo poi tradurne il contenuto in linguaggio informatico e mediante appositi programmi ai fini dell’autoesecuzione. In tal modo il programma provvede ad applicare le clausole pattuite, ad eseguire la prestazione oltre che a gestire adeguatamente i diversi eventi che si verificano.

Negli *smart contracts* le clausole pattuite sono crittografate e possono essere lette direttamente da un *software*. Dato che, in quanto inserite in uno dei blocchi della catena, queste pattuizioni non possono essere più modificate o cancellate, l’unica possibilità è passare al blocco successivo quando si riceve un determinato impulso: il verificarsi di una determinata condizione comporta inevitabilmente il verificarsi dell’evento programmato come conseguenza e, quindi, il passaggio al blocco successivo della catena<sup>231</sup>. L’algoritmo che fa sì che tutto ciò accada dovrebbe costituire la traduzione in termini informatici della volontà delle parti contraenti, con il vantaggio che può prevedere e supportare un numero infinito di opzioni concepite, secondo linguaggio informatico, come altrettanti schemi “*if this then that*”.

E’ stato osservato che gli *smart contracts* «possono essere considerati un’evoluzione del procedimento negoziale per concludere un contratto nell’era digitale e rappresentano l’ultima generazione delle vending machine, in quanto anch’essi hanno un’esecuzione automatica, ma in più

---

<sup>230</sup> Sul punto CUCCURU P., *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *Nuova giur.civ.*, 2017, p. 107 ss.; PERUGINI M.L. – DAL CHECCO P., *Introduzione agli Smart Contract*, 2015, reperibile al link [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2729545](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2729545) consultato in data 20 agosto 2022.

<sup>231</sup> Da conto di questa “rigidità” del meccanismo DI SABATO D., *Gli smart contracts: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contratto e impresa* n. 2/2017, pp. 380 e ss. laddove effettua una approfondita disamina dei rimedi ablativi e manutentivi del contratto nel nostro ordinamento dando conto delle possibilità di utilizzo e della preferibilità, in alcuni casi, dei secondi lasciando intendere le difficoltà, a volte, di perseguirli mediante *smart contracts* se non per operazioni molto basilari e da conto degli scarsi margini di introdurre in questi sistemi margini di ragionevolezza.

possono applicarsi a vari tipi di contratti, che sono valutati e controllati da strumenti digitali (cd. protocolli crittografici)»<sup>232</sup>.

Pertanto, grazie all'uso di *hardware* e *software*, con gli *smart contracts* riducono i tempi delle varie fasi di negoziazione ed esecuzione e, in linea di principio, i costi atteso che lo strumento è concepito, come si vedrà, per essere *self executing* e ambisce ad automatizzare le conseguenze di eventuali patologie e/o violazioni delle clausole inserite ai fini del puntuale rispetto degli obblighi contrattuali.

Lo *smart contract*, in sintesi, è «*a machine-readable program, written in code that will execute itself when a set of pre-determined term are met*»<sup>233</sup>.

\*

Anche dal punto di vista giuridico gli *smart contracts* hanno trovato un, pur perfettibile, inquadramento.

Anzitutto, la *blockchain* e gli *smart contracts*, hanno ricevuto un primo riconoscimento innanzitutto in sede europea, dapprima con la Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017, recante *Raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica*<sup>234</sup>; poi seguita, il 3 ottobre 2018, da un'altra importante Risoluzione dedicata specificamente alle *distributed ledger technology* ed alla *blockchain*<sup>235</sup>. Agli inizi del 2018 era poi avvenuta l'istituzione, da parte della Commissione europea, dell'«*EU Blockchain Observatory and Forum*» e, pochi mesi dopo, l'avvio di una *partnership* europea sul tema tra diversi Stati membri, cui ha aderito nel settembre dello stesso anno anche l'Italia. In questo contesto, il legislatore italiano, con la Legge 11 febbraio 2019 n. 12, di conversione del decreto legge 14 dicembre 2018 n. 135, recante

---

<sup>232</sup> MAIO E. *La gestione dell'inadempimento contrattuale negli smart contract*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana* del 16.2.2022, pp. 1334-1347, reperibile al link <https://revista-aji.com/wp-content/uploads/2022/04/57.-Emanuela-Maio-1334-1347.pdf>

<sup>233</sup> LAUSLATHI K. – MATTILA J. – SEPPÄLÄ T., *Smart Contracts – How will Blockchain Technology Affect Contractual Practices?*, in *ETLA Reports* n.68, 2017, disponibile su <https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-68.pdf>.

<sup>234</sup> *Relazione recante raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica*, il cui testo è reperibile al link [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0005\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0005_IT.html).

<sup>235</sup> Dal titolo evocativo *Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle tecnologie di registro distribuito e blockchain: creare fiducia attraverso la disintermediazione* (2017/2772(RSP) reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0373&from=PL>.



disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazione per le imprese e per la pubblica amministrazione (c.d. Decreto Semplificazioni), ha inserito l'art. 8-ter rubricato "*Tecnologie basate su registri distribuiti e smart contract*".

L'articolo, ai primi due commi, contiene le definizioni di DLT e smart contract, prevedendo che: «*Si definiscono "tecnologie basate su registri distribuiti" le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia, verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*» (comma 1). In particolare, al secondo comma, è precisato che «*Si definisce "smart contract" un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli smart contracts soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia Digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto*».

Inoltre, per quanto concerne la forma e la valenza probatoria degli *smart contracts*, è innegabile che gli stessi rientrino nel concetto di "documento elettronico" definito dall'art. 3, punto 35, del Regolamento UE 910/2014 (Regolamento eIDAS) come «*qualsiasi contenuto conservato in forma elettronica, in particolare testo o registrazione sonora, visiva o audiovisiva*» la cui validità giuridica è riconosciuta dall'articolo 46 Regolamento eIDAS nei limiti del libero apprezzamento del giudice.

Così come non pare possa revocarsi in dubbio che gli Smart Contracts rientrino, altresì, nella definizione di "documento informatico" di cui all'art. 1 lett. p) del Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD), definito come un "documento elettronico che contiene la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente

*rilevanti»*<sup>236</sup>.

Nonostante vi siano state diverse critiche volte soprattutto a rimarcare l'insufficienza delle definizioni legislative e l'assenza di una disciplina organica di detti istituti, non va comunque sottaciuto il fatto che il Legislatore italiano è stato tra i primi, in Europa, ad intervenire espressamente in materia di tecnologie basate su registri distribuiti e *smart contracts*.

\*

Prima di passare ad analizzare quale possa essere, in concreto, l'utilizzo degli *smart contracts* nelle transazioni immobiliari e, in particolare, come tali strumenti potrebbero supportare l'operatività del fondo è opportuna una precisazione.

Per quanto l'automatismo tra condizione e conseguenza possa rappresentare un efficientamento del sistema *smart contract*, in molti casi ne rappresenta il più grosso limite<sup>237</sup>. Ed infatti lo *smart contract*, pur potendo contenere infinite variabili dovrebbe utilizzare soltanto quelle effettivamente programmate senza spazi di tolleranza, ragionevolezza e buona fede. Come noto a chiunque si occupi di contrattualistica nel quotidiano, la quasi totalità dei contratti in essere necessita, anche in fase esecutiva, di una preliminare attività di interpretazione del tenore del contratto ed una riflessione tarata sugli effettivi interessi perseguiti dalle parti nel concreto. Non è assolutamente automatico che, nonostante le pattuizioni contrattuali, le parti intendano sempre valersene pedissequamente ed automaticamente. Alcune circostanze, foriere di

---

<sup>236</sup> Appunto perché rientranti nell'alveo dei documenti informatici, anche per gli *Smart Contracts* dovrebbe trovare applicazione il disposto di cui all'art. 20, comma 1-bis CAD, ai sensi del quale il documento informatico «soddisfa il requisito della forma scritta e ha l'efficacia prevista dall'articolo 2702 del Codice Civile quando vi è apposta una firma digitale, altro tipo di firma elettronica qualificata o una firma elettronica avanzata o, comunque, è formato, previa identificazione informatica del suo autore, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'AgID25 ai sensi dell'art. 71 del codice stesso, con modalità tali da garantire la sicurezza, integrità ed immodificabilità del documento, nonché la sua riconducibilità all'autore. In tutti gli altri casi, l'idoneità del documento informatico a soddisfare il requisito della forma scritta e il suo valore probatorio sono liberamente valutabili in giudizio, in relazione alle caratteristiche di sicurezza, integrità e immodificabilità».

<sup>237</sup> DI SABATO D., *op. cit.*, p. 399; CHIRIATTI M., *Gli Smart Contracts come nuove leggi? Meglio maneggiare con cura*, 2015 reperibile al link <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2015/09/14/gli-smart-contracts-come-nuove-leggi-meglio-maneggiare-con-cura/>; CAPACCIOLI S., *Smart contract: nuovi orizzonti del fintech*, 2016, reperibile al link <https://www.altalex.com/documents/2016/05/25/smart-contract-nuovi-orizzonti-del-fintech>.

potenziali conseguenze stando alla lettera dei contratti, ben potrebbero fungere (e nella prassi spesso fungono) da spunti di rinegoziazione, adeguamento, modifica e manutenzione del contratto.

Lo *smart contract*, ove non guidato o modificato dall'uomo, è portato ineludibilmente a “ragionare” rigidamente (inadempimento/risoluzione, risarcimento del danno, riduzione del prezzo, recesso, ecc.). Certo, nulla vieta di risolvere il vecchio *smart contract* e stipularne uno nuovo, ovvero modificarlo secondo le mutate volontà delle parti ma, probabilmente, verrebbe meno quell'automatismo così tanto ricercato da questi strumenti.

In effetti “pre-concepire” tutte le conseguenze che le parti potrebbero voler attribuire a determinati eventi che abbiano inciso sul contratto sembra pressoché impossibile perché esistono troppe variabili, anche personali (si pensi, ad esempio, all'accettazione di una determinata riduzione del prezzo: molto dipenderebbe dalle condizioni economiche dell'accettante nel momento in cui si prospetti questa possibilità).

Sarebbe allora interessante, anche sulla scorta di quanto osservato nei precedenti paragrafi, comprendere come l'intelligenza artificiale possa valersi degli *smart contracts*, modulandone l'esecuzione in modo “artificialmente ragionevole”.

Senza addentrarsi, in questa sede, sulle diverse teorie inerenti la natura dello *smart contract*<sup>238</sup> è bene precisare che, secondo buona parte della dottrina<sup>239</sup>, agli *smart contracts* va riconosciuta la natura giuridica di contratto, posto che il codice informatico alla base del processo rappresenterebbe la trasposizione della volontà delle parti nel linguaggio della macchina, con conseguente perfezionamento del contratto, che avrà, dunque, forza di legge tra le parti ex art. 1372 c.c. e capacità di essere eseguito automaticamente.

Ciò troverebbe una significativa conferma proprio nella definizione fornita dall'art. 18-ter, comma 2, D.L. n. 135/2018 poiché lo *smart*

---

<sup>238</sup> Ne forniscono una ampia panoramica DI CIOMMO F., *La conclusione e l'esecuzione automatizzata dei contratti (smart contract)*, in *Banche, Intermediari e Fintech*, a cura di CASSANO G. – DI CIOMMO F. – RUBINO DE RITIS M., Milano, 2021, 79 e ss.; DI SABATO D., *op. cit.*, pp. 402 e ss.

<sup>239</sup> Su tutti BATTELLI E., *Le nuove frontiere dell'automatizzazione contrattuale tra codici algoritmici e big data: gli smart contracts in ambito assicurativo, bancario e finanziario*, in *Giust. Civ.*, vol. 7, 2020, pp. 681 e ss..

*contract* viene indicato come fonte di un vincolo giuridico tra le parti avente forma scritta.

\*

Al netto di quanto si preciserà più approfonditamente nel paragrafo seguente, va in questa sede anticipato che l'utilizzo degli *smart contracts* nel settore immobiliare è strettamente connesso alla loro interazione con un sistema di *blockchain*, mediante il quale i *record* delle operazioni eseguite possano essere registrati, assumendo grazie a tale operazione il carattere della certezza e irreversibilità.

Come noto, infatti, i contratti immobiliari – e in particolare acquisti, vendite e costituzione di altri diritti reali – sono per lo più soggetti a forme solenni e all'adempimento di ulteriori formalità motivo per il quale, al di là dei contenuti del contratto è necessario chiedersi in che modo tali prescrizioni (di forma, di pubblicità, di regolazione e certezza dei diritti non proprietari su beni immobili, ecc.) potrebbero essere soddisfatte da un sistema DLTs, automatizzato e disumanizzato<sup>240</sup>.

E', senza dubbio, possibile per lo *smart contract* gestire alcuni aspetti della contrattazione (anche) immobiliare in modo automatizzato avendoli opportunamente disciplinati.

A titolo meramente esemplificativo potrebbe essere gestita automaticamente la rata periodica di locazione (ma anche di gestione alberghiera, affitto d'azienda, ecc.) dell'immobile predisponendo un meccanismo di prelievo automatico – al pari, ad esempio, di quanto avviene con i RID bancari – effettuato dallo *smart contract* sul conto del conduttore e/o dell'affittuario. Nello stesso modo potrebbero disciplinarsi aspetti relativi, ad esempio, agli inadempimenti prevedendo che al raggiungimento di alcune soglie (o un certo numero di mensilità) lo *smart contract* possa predisporre l'automatico invio di diffide ovvero le comunicazioni relative ad eventuali recessi o ipotesi di risoluzione *ipso iure* predeterminate nel contratto (ad es. *ex art. 1456 c.c.*). Potrebbero altresì essere regolarmente controllati e disciplinati, mediante lo *smart*

---

<sup>240</sup> SANNA L., *Come la blockchain può essere impiegata nelle transazioni immobiliari e nella sanità*, 2020, su [blockchain4innovation](https://www.blockchain4innovation.it/mercati/sanita/come-la-blockchain-puo-essere-impiegata-nelle-transazioni-immobiliari-e-nella-sanita/) reperibile su <https://www.blockchain4innovation.it/mercati/sanita/come-la-blockchain-puo-essere-impiegata-nelle-transazioni-immobiliari-e-nella-sanita/> consultato in data 23 agosto 2022.

*contract*, i rinnovi delle autorizzazioni e delle certificazioni in capo al conduttore per gli aspetti relativi all'attività svolta, come pure per il locatore con riferimento alla regolarità urbanistica ed edilizia del fabbricato ovvero potrebbe essere osservato il regolare pagamento degli oneri condominiali o delle spese di gestione e *facility management*.

Lo *smart contract* potrebbe, inoltre, gestire automaticamente il *monitoring* di eventuali condizioni (sospensive o risolutive) o termini cui fosse sottoposto l'accordo assumendo, al verificarsi di tali eventi, le opportune determinazioni.

Anche con riferimento allo schema classico della compravendita immobiliare lo *smart contract* potrebbe agevolmente ed efficacemente gestire il sinallagma. Si pensi al controllo automatizzato della documentazione necessaria, eventualmente interfacciandosi anche con i pubblici registri ed uffici – si pensi, ad esempio, al controllo dei certificati di abitabilità o agibilità, degli accatastamenti e/o della regolarità catastale, della regolarità dei pagamenti delle imposte pregresse, del regolare rilascio della attestazione di prestazione energetica ecc. – per quanto alcune delle predette attività, visto lo stato dell'infrastruttura tecnologica della P.A. in Italia, sembra ancora prematuro ipotizzarle per via automatizzata con interfaccia diretta dello *smart contract* con la P.A. senza interventi “umani”.

Il “contratto intelligente” potrebbe, inoltre, monitorare il verificarsi di eventuali condizioni che determinino il pagamento di penali ovvero disciplinare le caparre dedotte in contratto.

Sul punto si è osservato<sup>241</sup> che lo *smart contract* potrebbe essere un valido strumento di regolazione di accordi in assenza di fiducia reciproca potendo, ad esempio, fungere da depositario di somme quali caparre (da trattenere e rilasciare in favore dell'una o dell'altra parte, se del caso provvedendo al prelievo del doppio a carico dell'inadempiente) ovvero depositi cauzionali da rilasciare al termine del rapporto.

Al netto di quanto si dirà più oltre circa le necessarie integrazioni tra

---

<sup>241</sup> BORDOLLI G., *Il fenomeno blockchain nel settore immobiliare*, in *Immobili & Proprietà* n. 4/2021, p. 242 che richiama, sul punto, GUIDA G., *Blockchain e smart contracts: benefici e limiti*, 2020, su [www.altalex.com](http://www.altalex.com) reperibile al link <https://www.altalex.com/documents/news/2020/10/21/blockchain-smart-contract-benefici-limiti>.

*smart contracts* e *blockchain* e certezza delle transazioni immobiliari, la contrattualistica immobiliare sembra, in termini di contenuti, agevolmente gestibile da un contratto intelligente.

\*

Con le ontologiche differenze tra contratti ad esecuzione istantanea – in cui verosimilmente l’attività dello *smart contract* potrebbe per gran parte esaurirsi nel controllo preliminare di completezza e regolarità documentale (al netto delle ovvie verifiche circa lo stato degli immobili), nel controllo dell’avvenuta corresponsione del prezzo con le modalità previste, ecc. – e contratti ad esecuzione continuata o periodica – che potrebbero necessitare di minor controllo preliminare ma di una maggiore attività di controllo durante l’esecuzione – il fondo immobiliare potrebbe trarre importanti vantaggi dall’utilizzo di tali strumenti.

Anzitutto i vantaggi si rileverebbero in termini di ottimizzazione delle strutture: se la singola transazione tra due parti può richiedere la consulenza dei professionisti (legali, fiscali, tecnici, ecc.) *una tantum*, sappiamo perfettamente che i fondi immobiliari dispongono invece di vere e proprie strutture amministrative, legali e tecniche interne costantemente attive sulla gestione della corposa contrattualistica inerente a patrimoni immobiliari spesso smisurati. Lo *smart contract* potrebbe agevolare e snellire in maniera notevole le strutture sollevandole dalle attività più gravose (e spesso soggette all’errore umano) e demandando a tali strutture (opportunamente ottimizzate anche in termini numerici) soltanto la supervisione e il controllo.

Ad esempio, nei fondi conservativi e di gestione potrebbe monitorarsi costantemente la redditività degli *assets*, la regolarità dei pagamenti ed il dispendio energetico delle strutture potendosi, al limite, prevedere correttivi relativamente ad eventuali adeguamenti dei prezzi (si pensi al classico incremento *ISTAT* del canone, ecc.) ed addebiti di eventuali ulteriori costi anche relativamente alla gestione.

Inoltre, la gestione massiva di imponenti portafogli immobiliare come quelli dei fondi potrebbe agevolare le scelte del *management* in sede di eventuale acquisizione e dismissione di beni.

Si pensi all’acquisizione di interi portafogli o pacchetti di immobili:

l'attività di *due diligence* tecnica e documentale, che allo stato comporta tempi e costi importanti, potrebbe essere automatizzata demandando allo *smart contract* il “*check*” dei requisiti richiesti, richiedendo allo stesso contratto intelligente di segnalare i beni non *compliant* rispetto agli *standards* pretesi ed eventualmente programmarlo per estrometterli automaticamente dal perimetro e/o dall'oggetto dell'acquisto (attività che ben potrebbe applicarsi ai casi di apporto di beni al fondo).

Stesso discorso, *mutatis mutandis*, potrebbe applicarsi alle dismissioni rispetto alle quali gli *smart contracts* ben potrebbero essere posti in relazione con i *software* gestionali interni (per vero già molto avanzati) utilizzati dai fondi e assumere decisioni automatiche (ad esempio di dismissione dei beni e/o di interruzione di rapporti di gestione) laddove la redditività dell'immobile non sia più soddisfacente e/o gli introiti inadeguati nel caso in cui, ad esempio, si approssimassero inattesi costi per la ristrutturazione o il necessario adeguamento strutturale o impiantistico a normative intervenute, ovvero periodici costi di rinnovo di certificazioni o esborsi di qualsiasi tipo, ecc.

In buona sostanza, lo strumento dello *smart contract* faciliterebbe ed ottimizzerebbe in maniera radicale l'operatività dei fondi e la gestione della contrattualistica. All'evidenza, però, le scelte strategiche dovrebbero sempre essere assunte dall'uomo o, al limite, dal suo surrogato algoritmico “artificialmente intelligente” poiché, *ex se*, lo *smart contract* resta uno strumento di esecuzione, per quanto avanzato e preciso, delle volontà e delle convinzioni assunte altrove ed opportunamente rese nella programmazione del *software* del “contratto intelligente”.

\*

## **6 La *blockchain* come sistema di notarizzazione e certificazione nelle transazioni immobiliari.**

Gli *smart contracts*, la cui struttura e funzionalità sono state esaminate nel paragrafo precedente, trovano il loro completamento se combinate nell'ambito di un sistema DLT quale quello della *blockchain*.

Come a tutti ormai noto, la piattaforma *Blockchain* (in italiano, catena di blocchi) consiste in un *data base* distribuito, condiviso, decentralizzato e

crittografato che funge da registro pubblico su cui vengono annotate un elenco di informazioni e rientrante nella tecnologia *Distributed Ledger Technology (DLT)*; per il tramite della *blockchain* è possibile gestire in modo condiviso un archivio (*ledger* o libro mastro) tra diversi utenti di una rete (c.d. nodi).

Quanto al suo funzionamento, sulla piattaforma *Blockchain* sono registrate due tipologie di “informazioni”: 1) le transazioni effettuate tra i partecipanti alla catena; 2) i blocchi, ossia dei pacchetti di dati che contengono informazioni sulle diverse transazioni eseguite, che saranno ordinate cronologicamente e aggiornate costantemente, in modo tale da formare una “catena” sequenziale marcata temporalmente<sup>242</sup>.

I dati registrati sul libro mastro, pur potendo essere letti e scritti da tutti gli utenti, sono memorizzati in modo tale che la modifica del registro è (generalmente) possibile solo previa acquisizione del consenso all’operazione da parte di tutti gli altri nodi della rete.

La sicurezza delle operazioni è garantita dall’adozione di strumenti crittografici e dal ricorso ad algoritmi di controllo e di verifica dei dati. Senza necessità di richiamare il già citato primo comma dell’art 8<sup>ter</sup> della Legge 11 febbraio 2019 n. 12, di conversione del D.L. 14 dicembre 2018 n. 135, ci si deve focalizzare sul fatto che l’inserimento di un documento, di un dato o, per l’appunto, di uno *smart contract* sulla *blockchain* equivale ad operare una vera e propria certificazione<sup>243</sup> rendendolo imm modificabile oltre che trasparente e visibile da tutti.

Dato che la *blockchain* non può accedere a dati esterni alla rete si ricorre quindi a un agente esterno cd. oracolo<sup>244</sup>, che trasmette l’informazione allo *smart contract* appena si verifica l’evento prestabilito.

Ebbene, alla luce di tale ricostruzione, appare evidente che se lo *smart contract* può essere concepito anche indipendentemente dalla

---

<sup>242</sup> Per un approfondimento di tali istituti si vedano: ROBUSTELLA C – PAPADIMITRIU C.E., *Spunti ricostruttivi in tema di smart contracts, tra innovazione, tecnologia e regola giuridica*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2022, reperibile al link <https://journals.uniurb.it/index.php/pea/article/view/3580>; SARZANA DI SANT’IPPOLITO F. – NICOTRA M., *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Milano, 2018, pp. 26 e ss.

<sup>243</sup> in questo senso GIACCAGLIA M., *Considerazioni su blockchain e smart contracts (oltre le criptovalute)*, in *Contratto e Impresa* n. 3/2019, p. 946.

<sup>244</sup> Oracoli, ossia fonti di informazione *offchain* per fornire *input* a *smart contract onchain*, possono essere Oracle Users: terzi affidabili (banche, indici, borse), utenti in massa (principio della “saggezza della folla” ovvero Oracle Machines: macchinari (*i.e.* sensori), software.



*blockchain*<sup>245</sup>, solo le caratteristiche di quest'ultima, ad oggi, garantiscono al “contratto intelligente” quel crisma di certezza e immodificabilità del codice informatico che ne è l'essenza, fornendo altresì quella sicurezza ed affidabilità che consente di superare la necessità del ricorso ad una autorità terza ed intermediaria.

Allo stato, difatti, solo grazie alle caratteristiche della decentralizzazione, trasparenza, sicurezza e immutabilità che contraddistingue la tecnologia *blockchain*, si rende possibile un *enforcement* pressoché automatico ed immodificabile delle obbligazioni contenute negli *smart contracts*.<sup>246</sup>

I due istituti, pertanto, seppur formalmente autonomi, sono nella sostanza comprensibilmente collegati e connessi, per non dire interdipendenti e, si potrebbe aggiungere, che gli *smart contracts* assumono valore e senso proprio grazie a quelle garanzie offerte dalla tecnologia sviluppata dalla piattaforma *blockchain*.

Come anticipato, una volta inseriti in una *blockchain*, gli *smart contracts* divengono immodificabili ed irrevocabili, nonché temporalmente marcati, con l'associazione di data e ora certa ad ogni transazione.

In pratica, rispetto ai tradizionali contratti cartacei, gli *smart contract* sono costituiti da funzioni informatiche integrate in programmi *software*, le cui condizioni vengono specificate sotto forma di codice eseguito all'interno di una rete basata su *blockchain*, piuttosto che essere registrati su un foglio di carta e conservati da una persona fisica come un notaio.

Nel nostro ordinamento, volendo, si potrebbero intravedere embrionali spiragli di apertura nella redazione dell'atto senza la simultanea presenza di tutte le parti e mediante sistemi di collegamenti da remoto (cd. atto digitale), ma si tratta davvero dei primordi.

Allo *smart contract* inserito, a seguito di identificazione effettuata da un ente certificatore, in una *blockchain*, pertanto, verrà attribuita la stessa efficacia che spetta a qualsiasi altro documento informatico inserito in tale registro e al quale sia stata apposta una firma digitale, quella di cui

---

<sup>245</sup> Così BOMPRESZI C., *Commento in materia di Blockchain e Smart contract alla luce del nuovo Decreto Semplificazioni*, in *Dir. merc. tecn.*, 2019, 1-7, in [www.dimt.it](http://www.dimt.it), 1, la quale sottolinea come la *blockchain*, al pari di qualsiasi registro distribuito, costituisce un mero sistema informatico sui cui lo *smart contract* può essere eseguito.

<sup>246</sup> BELLOMIA V., *Il contratto intelligente: questioni di diritto civile*, in *Judicium*, 2020 reperibile al link <https://www.judicium.it/contratto-intelligente-questioni-diritto-civile/> consultato in data 20 ottobre 2022.

all'art. 2702 c.c.<sup>247</sup>. Secondo certa parte della dottrina<sup>248</sup>, la tecnica presenterebbe enormi potenzialità applicative soprattutto se associata ad un sistema di *proof of work*, potendo operare in tal caso come registro delle operazioni che, una volta immesse nel *ledger* – che funzionerebbe «né più né meno, come l'Ufficio di Pubblicità Immobiliare, in quanto le transazioni sono annotate in modo ordinato e sequenziale»<sup>249</sup> – non potrebbero essere alterate o modificate consentendo di utilizzarla nelle transazioni immobiliari in sostituzione del notaio.

Nello specifico, l'art. 8ter della citato Decreto Semplificazioni ha precisato anche gli aspetti relativi alla validazione temporale mediante DLTs prevedendo, al comma 3, l'equiparazione tra la memorizzazione del documento informatico attraverso la tecnologia DLT e la validazione temporale elettronica («La memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'art. 41

---

<sup>247</sup> sic GIACCAGLIA M., *op.cit.*, p. 955; DI MAIO D. – RINALDI G., *Blockchain e la rivoluzione legale degli smart contracts*, 2016, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) i quali, in punto di sottoscrizione dello *smart contract*, osservano al riguardo che «Un tema che sicuramente deve essere considerato nello sviluppo dei contratti in forma crittografica concerne il rapporto tra tali tipologie contrattuali e le previsioni di legge relative alla necessità della forma scritta ad *substantiam* (art. 1350 c.c.), o altre determinate *perfection formalities* prescritte per la costituzione di determinate garanzie (si pensi, per fare un esempio, all'iscrizione dell'ipoteca presso l'ufficio dei registri immobiliari del luogo in cui si trova l'immobile).

Altro aspetto da valutare riguarda la modalità di sottoscrizione degli *smart contracts* e, conseguentemente, l'efficacia di tale sottoscrizione. Qualora la sottoscrizione avvenga tramite firma digitale, i.e. tramite la tecnologia crittografica basata sulla relazione chiave pubblica/chave privata, ai sensi dell'art. 21, comma 2, del d.lgs. no. 82/2005, tale sottoscrizione avrebbe la medesima efficacia di una scrittura privata ai sensi dell'art. 2702 c.c. e – pertanto – farebbe “piena prova” della provenienza delle dichiarazioni da chi ha sottoscritto, se non disconosciuta da quest'ultimo. Resta salvo il procedimento (separato) per querela di falso, esperito per contrastare tale piena prova e provare che il documento è oggettivamente falso. Inoltre, sempre ai sensi dell'art. 21, comma 2, del d.lgs. no. 82/2005 (diversamente dall'onere della prova relativo a contrastare l'avvenuto disconoscimento della scrittura privata da parte del sottoscrittore, che incombe su colui vuole valersi della scrittura mediante il c.d. “procedimento di verifica”) il titolare della firma elettronica, se intende disconoscere la paternità del documento, avrà egli stesso l'onere di fornire la prova che l'utilizzo del dispositivo di firma non è a lui riconducibile» reperibile al link <https://www.dirittobancario.it/art/blockchain-e-la-rivoluzione-legale-degli-smart-contracts/>.

<sup>248</sup> MANENTE M., *Blockchain: la pretesa di sostituire il notaio*, in *Notariato*, 2016, p. 211 e ss.; DI SABATO D., *op. cit.*, p. 388.

<sup>249</sup> BORDOLLI G., *Il fenomeno blockchain nel settore immobiliare*, *op.cit.*, p. 241 che sul punto richiama anche SANNA L., *op.cit.*, secondo il quale «Il secondo beneficio attiene al fatto che tutti potrebbero effettuare una compravendita immobiliare attraverso l'utilizzo di contratti digitali, più precisamente *smart contract*, che certificano il passaggio proprietario, le cui informazioni potrebbero sempre essere controllate da operatori qualificati (i notai digitali per esempio). La blockchain garantirebbe la sua incorruttibilità, proteggerebbe il dato da possibili violazioni e lo esporrebbe in modo trasparente a tutti gli operatori che partecipano, velocizzando l'individuazione di errori».

del Reg. UE n. 910/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014») e, al quarto comma, che «entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto, l'AgID è chiamata ad individuare gli standard tecnici che le tecnologie basate su registri distribuiti debbono possedere ai fini della produzione dell'effetto della validazione temporale di cui al comma precedente».

\*

In buona sostanza la *blockchain* garantirebbe, al contempo: a) l'indelebilità delle transazioni una volta registrate in essa, b) l'inviolabilità, integrità e sicurezza del registro, progettato per garantire in modo autonomo la “bontà” delle transazioni e c) l'affrancamento da una autorità centrale deputata alla gestione del registro o al controllo dell'accesso al registro stesso (si parla infatti di un sistema di tipo *permissionless*<sup>250</sup>). Tali caratteristiche di immutabilità delle informazioni registrate e pubblica accessibilità, nel caso delle *blockchain permissionless* fanno sì che lo strumento si presti perfettamente a fungere da sistema di certificazione del mercato immobiliare<sup>251</sup>.

Peraltro, nonostante tutte le caratteristiche sopra citate sembrerebbero deporre a favore di una notarizzazione digitale e di una potenziale traslazione delle funzioni certificative, di controllo e di pubblicità su *DLTs* (ed in particolare su *blockchain*) e nonostante i regolatori (Governo nazionale e Commissione Europea) si profondano nel cercare di perseguire una progressiva digitalizzazione di alcuni servizi notarili nell'ottica della complessiva strategia di digitalizzazione prevista nel cd. *Digital Compass* (decenni 2020-2030)<sup>252</sup>, vi sono molteplici aspetti delicati da doversi opportunamente considerare<sup>253</sup>.

Per comprendere quali siano i margini di digitalizzazione delle funzioni notarili e certificative nel nostro ordinamento è, anzitutto, necessario

---

<sup>250</sup> Come noto in tema di blockchain si distinguono le cd. catene *permissionless*, che sono quelle che stiamo analizzando ed in cui l'accesso è consentito a chiunque senza la necessità di particolare adempimenti, e catene *permissioned* in cui, invece, l'accesso è consentito soltanto ai possessori di una determinata chiave.

<sup>251</sup> Sono diversi i progetti di notarizzazione negli ambiti più disparati. Tra i vari: <https://notarizzazione.almaviva.it/>; <https://notarizzazione.cloud/>; <https://knobs.it/notarizzazione-come-notarizzare-file-e-creare-nft-su-blockchain/> consultato in data 20 maggio 2022;

<sup>252</sup> ne danno conto NATALI L.C. – PISELLI S., *La protezione dei dati nei rogiti immobiliari fra principi del GDPR e AI*, in *Immobili & Proprietà* n. 7/2021, p. 458.

<sup>253</sup> è critico su tali profili MANENTE M., *op.cit.*, p. 212.

partire da una brevissima disamina di quali siano ruoli, competenze e responsabilità del notaio.

In primo luogo il notaio, in qualità di pubblico ufficiale e professionista incaricato dalle parti, nel predisporre gli atti che hanno ad oggetto la costituzione, la modificazione o l'estinzione di diritti reali immobiliari, è onerato del controllo di legalità e, quindi, *in primis* del controllo sugli effetti giuridici dell'atto dovendo evitare che gli effetti dello stesso siano inficiati da vincoli o da diritti di terzi (ad esempio ipoteche, pignoramenti, servitù, prelazioni, ecc.) di cui le parti non potrebbero, altrimenti, essere al corrente. Il notaio è, altresì, onerato di effettuare tutti gli accertamenti catastali necessari, dovrà cioè verificare che l'immobile sia commerciabile, che con riferimento ad esso non sussistano abusi edilizi non sanati, che ci sia corrispondenza fra la mappa catastale detenuta dal catasto stesso e quella allegata al contratto di compravendita ecc. Sul punto la giurisprudenza è chiara, ribadendo che *«sul notaio non grava solo l'obbligo di predisporre un atto che produca gli effetti voluti dalle parti, formalmente e sostanzialmente valido. I suoi obblighi si estendono anche a quelle attività preparatorie e successive necessarie perché sia assicurata la serietà e certezza del rogito. Salvo espressa dispensa per concorde volontà delle parti, il notaio ha l'obbligo di effettuare la preventiva verifica della libertà e disponibilità del bene. Più in generale, deve verificare le risultanze dei registri immobiliari attraverso la loro visura. L'inosservanza dei suddetti obblighi accessori da parte del notaio dà luogo a responsabilità "ex contractu" per inadempimento dell'obbligazione di prestazione d'opera intellettuale, a nulla rilevando che la legge professionale non contenga alcun esplicito riferimento a tale peculiare forma di responsabilità»*<sup>254</sup>.

A questo primo blocco di funzioni, che afferiscono ai controlli di legalità, al notaio sono demandati ulteriori, fondamentali, adempimenti in ambito pubblicitario.

La trascrizione dell'atto ai registri immobiliari rappresenta, infatti, un passaggio fondamentale in termini di garanzia di certezza dei diritti<sup>255</sup> e

---

<sup>254</sup> Cass. Civ. sez. III, sentenza n. 24733/2007.

<sup>255</sup> In tema di pubblicità immobiliare si vedano, tra gli altri, BARALIS G., *Brevi note in tema di pubblicità ex art. 2643 n. 12-bis; considerazioni sui rapporti fra il sistema della pubblicità*

corretta circolazione dei beni.

\*

Vero è che la *blockchain* potrebbe intervenire su tutte queste funzioni perché, da un lato, l'immutabilità delle informazioni caricate aiuterebbe il controllo documentale e, dall'altro, la trasparenza del sistema potrebbe garantire pubblicità in modo, peraltro, totalmente disintermediato.

Di contro non è, allo stato, pensabile la possibilità di eliminare la figura, il ruolo e le funzioni del notaio *in primis* perché la *blockchain* avrebbe dei limiti evidenti e, *in secundis*, perché anche lo strumento tecnologico dovrebbe essere oculatamente gestito.

In primo luogo, per potersi procedere ad una integrale “migrazione” su *blockchain* dei sistemi di circolazione dei beni immobili si necessiterebbe di una piena e completa armonizzazione della disciplina per la vendita di immobili ed uniformazione dei diversi modelli traslativi che, a tutt'oggi, resistono nel panorama europeo<sup>256</sup> ed internazionale poiché in assenza di una armonizzazione ed uniformazione delle tipologie di atti nonché dei relativi adempimenti appare, francamente, complicato potersi dar luogo ad una piena attuazione dei trasferimenti immobiliari totalmente in forma elettronica (la cd. *electronic e-conveyance*).

Inoltre, alcune criticità con riferimento al pieno utilizzo della “catena di blocchi” per le transazioni immobiliari sarebbe legato al fatto che la *blockchain*, in linea di principio, accetta di validare nel proprio registro unicamente transazioni che siano state disposte dall'effettivo titolare, in quanto coerenti con la storicità del dato presente nel registro<sup>257</sup> e ciò si scontrerebbe con le ipotesi, ad esempio, di espropriazione forzata del bene (ad es. sequestri, confische, pignoramenti, ecc.) che essendo disposte per via giudiziale e non volontaria, potrebbero incidere sul corretto funzionamento del registro e dei suoi passaggi.

---

*immobiliare '1942' e la novellazione successiva*, in *Rivista Notariato* n. 2/2016, pp. 295 e ss. e sempre BARALIS G., *Fondi immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Rivista Notariato* n. 6/2012, pp. 1240 e ss; BALLERINI L., *Società di capitali cancellata dal Registro delle Imprese e pubblicità immobiliare*, in *Rivista Notariato* n. 2/2014, pp. 223 e ss..

<sup>256</sup> BOCCHINI F., *Gli immobili di consumo. Contributo alla rimodulazione di un impianto*, in *Contratto e Impresa* n. 2/2022, p. 384; che, sul punto, condanna di miopia ed ambiguità la recente Direttiva UE 2019/77 relativa a determinati aspetti dei contratti di vendita di beni. In tal senso si veda anche PROCIDA MIRABELLI DI LAURO A., *La vendita immobiliare nel diritto comparato*, in *Le vendite immobiliari. Statuti, tecniche e tutele*, a cura di Bocchini F., Milano 2022.

<sup>257</sup> Così MANENTE M., *op. cit.*, 213.

Un ulteriore limite, sempre secondo l'autore da ultimo citato, sarebbe legato alla circostanza che – data l'immodificabilità del dato caricato su *blockchain*<sup>258</sup> - laddove il bene immobile subisse radicali trasformazioni ovvero demolizioni; in tal caso, si sostiene, il rischio sarebbe quello di perdere la rispondenza tra il dato immesso nella catena (per l'appunto immodificabile) e lo stato (modificato) del bene.

Ulteriori criticità insisterebbero, inoltre, sulla difficoltà di considerare, nella catena, diritti reali limitati (quali l'usufrutto, l'enfiteusi, la servitù, l'ipoteca, ecc.) dal momento che questi pur non precludendo sempre e comunque la commerciabilità del bene, ne costituiscono un peso i cui effetti potrebbero sorgere in un futuro non ben definito e non prevedibile complicando, in qualche modo, la trasposizione delle transazioni immobiliari sulla *blockchain*.

Per quanto tutte le predette argomentazioni appaiano ragionevoli, invero, non si ravvedono elementi ostativi in grado di precludere in senso assoluto l'utilizzo della tecnologia *blockchain* per la notarizzazione, la certificazione e l'attuazione di vicende circolatorie su beni immobili, o quantomeno nulla su cui lo strumento non possa essere opportunamente adeguato.

In tale ottica, però, è evidente che la figura notarile, tutt'altro che ultronea e superflua, ben potrebbe evolversi quale garante del funzionamento dello strumento tecnologico e svolgere la propria funzione di assistenza ai cittadini nell'utilizzo corretto dello stesso, presidiando al corretto inserimento di dati, alla legalità e alla rispondenza alle volontà delle parti degli atti predisposti e, inoltre, alla sicurezza della catena di blocchi<sup>259</sup>.

Infine, di recente, inoltre, alcuni paesi africani – che certamente hanno

---

<sup>258</sup> MANENTE M., *op. cit.*, 213 così «L'integrità del dato contenuto in una *blockchain* fa sì che tale dato sia immutabile nel tempo. Esso al massimo può essere suddiviso o accorpato in entità minori o maggiori, tutte aventi però la stessa natura. Con il denaro (o i bitcoin) ciò è possibile, in quanto il denaro, pur frazionato in decimi o centesimi o accorpato in centinaia o migliaia, rimane sempre denaro.

*Un immobile, invece, risponde a logiche spesso differenti. Un immobile non può essere solo frazionato o accorpato, ma può essere anche costruito o demolito; operazioni queste che comportano, da un lato un mutamento della sua natura, e dall'altro una "creazione" o "scomparsa" di entità materiali che tuttavia non derivano da uno scambio o da una transazione».*

<sup>259</sup> Questo è quanto emerso dal Convegno "Professioni legali e nuove tecnologie. Quale notaio per il futuro?", tenutosi a Roma, presso la LUISS Guido Carli, il 2 dicembre 2021 per la celebrazione del Venticinquennale della rivista Notariato, i cui atti sono stati pubblicati su Notariato n. 1/2022.

sistemi pubblicitari molto meno evoluti del nostro ma, proprio per questo, potrebbero costruirne *ex novo* uno totalmente digitalizzato – stanno sperimentando la gestione dei propri registri catastali tramite *blockchain* (è il caso del Kenya, del Ghana e della Nigeria), la Svezia sta trasferendo sulla *blockchain* tutto il proprio sistema catastale ai fini di una migliore tracciabilità delle compravendite immobiliari come pure l'Estonia<sup>260</sup>.

Da questi spunti, con D.L. 28 settembre 2018, n. 109, il legislatore ha previsto, all'art. 14 c. 4, che il Ministero per i beni e le attività culturali adotti un piano straordinario di monitoraggio e conservazione dei beni culturali immobiliari che, secondo alcuni, potrebbe essere il primo importante banco di prova per la *blockchain*, censendo ed inserendo nella catena tutti i beni culturali immobiliari al fine di scambiare su di essi informazioni e monitorarne lo stato.

\*

## **7 Il regime di responsabilità del fondo.**

Dall'assetto emerso anche nelle pagine precedenti, appare indiscutibilmente accettato in dottrina e giurisprudenza che i fondi comuni d'investimento, al netto del dibattito sulla autonomia soggettiva e capacità di essere direttamente titolari di diritti e obblighi giuridici, siano necessariamente dotati di autonomia patrimoniale perfetta.

Tale assunto autonomia appare incontrovertibile alla luce degli articoli 1 c. 1, lettera j) e 36, c. 4<sup>261</sup> del TUF e risponde all'esigenza di garantire agli investitori partecipanti al fondo una tutela forte dei propri interessi, scongiurando il rischio di vedere eroso il patrimonio del fondo medesimo da possibili azioni di terzi o atti di *mala gestio* del gerente.

---

<sup>260</sup> La notizia è riportata da GIACCAGLIA M., *op. cit.*, p. 964, che riporta i link <http://landing.bitland.world/> ed <https://e-estonia.com/>.

<sup>261</sup> Cfr art. 36 c. 4 TUF “4. Ciascun 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; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. 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 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”.

Il principio di segregazione del patrimonio del fondo costituisce un pilastro imprescindibile del fondo stesso, dovendosi individuare la ragion d'essere della costituzione del patrimonio nell'esclusiva finalità di investimento finanziario<sup>262</sup> nell'interesse dei partecipanti.

Precipitato logico di tale principio è l'incapacità del patrimonio del fondo di fungere da garanzia a beneficio di creditori della SGR o di terzi soggetti, quali ad esempio i creditori particolari del partecipante, estranei al perseguimento dello scopo finanziario ed il totale asservimento di questo patrimonio alle necessità e alle obbligazioni contratte nell'interesse del fondo medesimo.

Sebbene l'attuale formulazione del comma 4 dell'art. 36, contribuisca a chiarire il ruolo della SGR anche nell'assolvimento delle obbligazioni relative al fondo (cfr. «*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo*») non pare sorgessero particolari perplessità in ordine alle intenzioni del legislatore anche nella vigenza del vecchio art. 36 c. 6 del TUF cui, con il D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito in L. 30 luglio 2010, n. 122, allorquando vi si aggiunsero le parole «*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*».

Ed infatti per quanto parte della dottrina<sup>263</sup>, avesse tacciato la precedente formulazione dell'essere priva di valore precettivo, sostenendo che il fondo non disponeva di altri patrimoni se non del proprio, la formulazione sembrava ancor più netta nell'affermare l'autonomia patrimoniale perfetta del fondo (lasciando qualche ulteriore spunto in termini di autonoma capacità organizzativa dello stesso).

Peraltro la sostanza non ne è risultata stravolta e si è cristallizzato in giurisprudenza il principio (peraltro trasversalmente accettato, al di là

---

<sup>262</sup> In tal senso la “Sentenza Pilota” Cass. civ. 16605 del 15 luglio 2010.

<sup>263</sup> V. infatti in tal senso FERRO – LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, cit., 757, nota (6). Si osservava che il fondo stesso non dispone di altro patrimonio se non del proprio e che la formulazione adottata dal legislatore sarebbe risultata priva di senso, dovendosi invece preferire una formulazione differente invertendo l'ordine delle parole, così da affermare che “*delle obbligazioni contratte per suo conto risponde esclusivamente il fondo*” (e non altri, cioè la Sgr). Questa lettura, preferibile alla luce di un criterio di interpretazione utile, in ossequio al principio di conservazione della norma giuridica, veniva suggerita già prima della innovazione legislativa di cui all'art. 36 t.u.f.



delle questioni classificatorie, in ordine alle conseguenze patrimoniali) secondo cui «*i beni e gli obblighi ricollegati ai beni presenti nel fondo e alla loro gestione naturalmente formano un patrimonio separato dai patrimoni della SGR e dei partecipanti al fondo, segregato nel fondo ed oggetto di contabilità e bilancio appositi e separati (arg. ex art. 2447 sexies e septies c.c.). Ne deriva che danni e risarcimenti, in qualunque forma verificatisi e da chiunque realizzati, devono essere imputati, contabilizzati e portati nel bilancio del patrimonio separato*»<sup>264</sup>.

Per quanto, invece, attiene al tema della cd. responsabilità del fondo va precisato che essa può essere qualificata come “patrimoniale” quando attiene al fondo e “contrattuale”, come si vedrà, quando inerisce alle obbligazioni che sorgono, in virtù del regolamento di gestione e degli obblighi di legge, in capo ai soggetti che operano nell’interesse del fondo. Come si è visto, l’art. 36, c. 4, del TUF chiarisce la netta “insensibilità” dello stesso alle vicende inerenti obbligazioni relative a creditori dei partecipanti, della SGR, degli altri fondi dalla stessa gestiti, del depositario, ecc<sup>265</sup> ma anche, e soprattutto, la netta “separazione” nei confronti proprio della SGR, dei partecipanti e del depositario.

In merito alla SGR, come visto, la stessa è ritenuta semplicemente un “mandatario anomalo” dei partecipanti al fondo, in quanto esercita la propria attività di gestione in modo spersonalizzato e in autonomia dai partecipanti<sup>266</sup>.

Per quanto riguarda il depositario esso svolge esclusivamente funzioni di custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo, nonché la materiale esecuzione e il controllo delle operazioni di movimentazione ordinate dalla SGR.

Il fondo gode, quindi, di una autonomia patrimoniale perfetta cd.

---

<sup>264</sup> Tra gli altri Tribunale di Milano, Sez. Imprese, 11 maggio 2015.

<sup>265</sup> I creditori del gestore non potranno rivalersi sui beni dati in gestione alla SGR. Sul punto è intervenuto FERRI JR G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni d’investimento*, in Rivista di diritto commerciale, I, 1992, pp.25 e ss.

<sup>266</sup> Come osservato da CAPRIGLIONE F. in Sul punto, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione F., con la partecipazione di Pellegrini , Sepe e Troiano, Padova, 2018, IV ed., la costituzione del fondo comune “*crea un patrimonio separato da quello della SGR sul quale spetta la titolarità di una situazione giuridica reale, caratterizzata da un vincolo finalistico che fa sorgere in capo alla società l’obbligo di gestire il patrimonio nell’interesse dei partecipanti*”.

bilaterale<sup>267</sup>, che si sostanzia, al pari di quanto avviene in tema di patrimoni destinati a uno specifico affare (artt. 2447 *bis* e ss. c.c.), nel fatto che i creditori della SGR non potranno mai aggredire il patrimonio del fondo, in deroga al principio di responsabilità patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c., né che, per converso, la SGR potrà mai essere chiamata a rispondere, con il proprio patrimonio, di obbligazioni contratte nell'interesse del fondo nei confronti dei creditori del fondo stesso, ove il patrimonio di quest'ultimo fosse insufficiente a soddisfare tali obbligazioni (se non per i casi di *mala gestio* in cui però, a ben vedere, la responsabilità della SGR originerebbe da proprie condotte).

L'estrema manifestazione di tale bilateralità può essere letta, da un lato, nell'art. 57 cc. 1-6 TUF che prevede che qualora sia la Sgr a essere in crisi, la procedura di liquidazione coatta amministrativa<sup>268</sup> della medesima non sempre incida sulla struttura e sulla tenuta del fondo e, dall'altro che, nel comma 6-*bis*<sup>269</sup> della stessa norma (introdotto con D. Lgs.n. 47 del 16 aprile 2012) i fondi siano direttamente ammessi alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla SGR che li gestisce<sup>270</sup>, in caso di insolvenza e “*Qualora le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazioni dello*

---

<sup>267</sup> Di «“separazione patrimoniale bilaterale” del fondo dal patrimonio della SGR e da quello degli investitori» parla MEO G., *Diritti delle controparti contrattuali del fondo d'investimento verso gli investitori dopo la sua liquidazione*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2020, 3, 474.

<sup>268</sup> sul tema della responsabilità patrimoniale del fondo FERRI JR. G, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, III, 2016, pp. 383-426

<sup>269</sup> A mente del quale “*Qualora le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazioni dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, uno o più creditori o la SGR possono chiedere la liquidazione del fondo al tribunale del luogo in cui la SGR ha la sede legale. Il tribunale, sentiti la Banca d'Italia e i rappresentanti legali della SGR, quando ritenga fondato il pericolo di pregiudizio, dispone la liquidazione del fondo con sentenza deliberata in camera di consiglio. [...] Quando il fondo o il comparto sia privo di risorse liquide o queste siano stimate dai liquidatori insufficienti a soddisfare i crediti in prededuzione fino alla chiusura della liquidazione, i liquidatori pagano, con priorità rispetto a tutti gli altri crediti prededucibili, le spese necessarie per il funzionamento della liquidazione, le indennità e le spese per lo svolgimento dell'incarico dei liquidatori, le spese per l'accertamento del passivo, per la conservazione e il realizzo dell'attivo, per l'esecuzione di riparti e restituzioni e per la chiusura della liquidazione stessa, utilizzando dapprima le risorse liquide eventualmente disponibili della liquidazione, e poi le somme messe a disposizione dalla società di gestione del risparmio che gestisce il fondo o il comparto, somme che restano a carico della società stessa”.*

<sup>270</sup> Contrariamente a quanto affermato – sia pure *obiter dictum* – dalla Cassazione con la sentenza n. 16605/2010, secondo la quale il patrimonio della SGR sarebbe aggredibile in caso di incapienza del patrimonio del fondo, a riprova della fondatezza delle argomentazioni di chi ha tacciato la Sentenza Pilota di una non perfetta comprensione del fenomeno nella sua interezza.

*stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata”.*

Precipitato logico e giuridico del principio di separazione patrimoniale perfetta e bilaterale è rappresentato dal fatto che, anche a seguito della cessazione del fondo ed intervenuta liquidazione dell’attivo residuo, alcuna pretesa potrà essere avanzata dai creditori (ove il diritto di credito sia sorto) e/o dalle controparti contrattuali (ove, ad esempio, ci siano delle controversie in essere relative ai rapporti contrattuali) nei confronti dei partecipanti del fondo.

Come si è efficacemente osservato ad opera di attenta dottrina<sup>271</sup> *«la funzione di investimento esige la sottrazione dell’asse patrimoniale agli investitori proprio in quanto grazie a ciò si rende realizzabile la collettiva aspettativa lucrativa condivisa tra tutti i partecipanti [...] la funzione di risparmio [...] postula che resti integralmente esclusa qualunque possibilità dell’investitore di soffrire altre conseguenze che non quelle del buon esito dell’investimento collettivo, al cui rischio egli partecipa entro i limiti dell’apporto effettuato. Il principio di segregazione non contraddistingue solo la fase gestionale bensì anche quella liquidatoria e, conseguentemente, quella successiva alla cessazione del fondo».*

Alla stregua di quanto appena osservato, quindi, si comprende la posizione di chi abbia letto nel fenomeno dei fondi un fenomeno di separazione in ottica di *funzione*, ossia in relazione agli scopi perseguiti e non già in ottica meramente statica e classificatoria<sup>272</sup>.

---

<sup>271</sup> MEO G., *Diritti delle controparti contrattuali del fondo d’investimento verso gli investitori dopo la sua liquidazione*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2020, 3, 474.

<sup>272</sup> Adotta questa ottica BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012.

## CAPITOLO QUARTO

CARATTERISTICHE E ASSETTI DI *GOVERNANCE* TRA DIGITALIZZAZIONE, ETICA E SOSTENIBILITÀ. I FONDI IMMOBILIARI ALLA PROVA DEL *CORPTECH*, DELLA *CORPORATE SOCIAL AND DIGITAL RESPONSIBILITY* E DEI CRITERI *ESG*.

*Sezione I. La Governance dei fondi comuni di investimento immobiliare.*

### **1. La Governance della SGR. Soggetti e articolazioni.**

Come noto, con il termine (*corporate*) *governance* si intende quell'insieme di regole ed assetti, giuridici e tecnici, relativi alla direzione e al controllo di un ente – generalmente societario – volti alla efficace ed efficiente conduzione della vita dell'ente e alla tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti (*i.e. stakeholders*)<sup>273</sup>.

A seguito dell'entrata in vigore della AIFMD, l'assetto normativo e regolamentare di disciplina dei mercati e dei prodotti finanziari ha subito una energica opera di razionalizzazione ed armonizzazione che ha portato ad individuare, soprattutto a livello di normativa secondaria, un impianto normativo omogeneo tra GEFIA e gestori dei fondi rientranti nella direttiva UCITS volto a garantire che (anche) le SGR si comportino con “*diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati*”<sup>274</sup>.

Per giunta, come rilevato da alcuni autori<sup>275</sup>, la crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce la necessità non soltanto di definire ed individuare, per gli intermediari, degli assetti di amministrazione e controllo idonei a garantire una sana e prudente gestione degli enti ma, altresì, in occasione della crisi è emersa la necessità di individuare e regolamentare più corposamente la doverosa attività di vigilanza da parte delle relative Autorità.

Il già citato Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva

---

<sup>273</sup> La prassi ha recepito le definizioni emerse dalla dottrina ritenendo di individuare nella locuzione *corporate governance* quell' “*Insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria*” (definizione reperibile sul sito di Borsa Italiana al link <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html> consultato il 20 aprile 2022).

<sup>274</sup> Art. 21 c. 1 TUF.

<sup>275</sup> BIANCHI L. A., *Appunti sul governo societario delle Sgr*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura di D'Apice R., Milano, 2010, 287.

del risparmio (o, per brevità, “Regolamento Congiunto”)<sup>276</sup> detta norme in tema di governo societario inteso, ai sensi dell’art. 4, come *“sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi”* imponendo ai GEFIA, all’art. 5 c. 2 del Regolamento, di dotarsi di misure volte a garantire l’efficienza dell’ente quali *“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;”* (art. 5 Regolamento Congiunto).

Sempre ai sensi della stessa norma, i GEFIA dovranno adottare meccanismi e dotazioni di sicurezza e tutela del dato dotandosi di *“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 servizi volte a: i) assicurare la capacità di operare su base continuativa; ii) limitare le perdite in caso di gravi*

---

<sup>276</sup> Assunto con Provvedimento congiunto Banca d’Italia – Consob del 29 ottobre 2007 aggiornato, da ultimo, con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018.

*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, permettere di recuperare tempestivamente i dati e le funzioni e di riprendere tempestivamente i servizi;*

*m) politiche e procedure contabili che consentano di fornire tempestivamente alle autorità di vigilanza documenti che presentino un quadro fedele della posizione finanziaria ed economica e che siano conformi a tutti i principi e a tutte le norme anche contabili applicabili”.*

Accanto ai sistemi e ai meccanismi sopra menzionati, il Regolamento Congiunto ha approntato un preciso sistema di regole volte a disciplinare il sistema organizzativo dei GEFIA<sup>277</sup>, individuando tre organi fondamentali cui viene affidata la *governance* dell'ente (e, nel caso che ci occupa, della SGR): l'organo con funzione di supervisione strategica, l'organo con funzione di gestione e gli organi con funzione di controllo.

Attingendo alle definizioni che lo stesso Regolamento fornisce di ognuna di queste articolazioni dell'ente (art. 2 del Regolamento Congiunto) si evince che si intende con “*organo con funzione di supervisione strategica*”: *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*” (lett. m) c. 1 art. 2 Regolamento); per “*organo con funzione di gestione*”: *l'organo aziendale o i componenti di esso 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. Il direttore generale rappresenta il vertice della struttura interna e come tale partecipa alla funzione di gestione*” (lett. n) stessa norma) ed infine per “*organi con funzione di controllo*”: *il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza*

---

<sup>277</sup> In particolare all'art. 7 del Regolamento che dispone che ogni GEFIA “(i) *definisca una ripartizione di compiti tra gli organi aziendali, nonché all'interno degli stessi, tale da assicurare il bilanciamento dei relativi poteri e un'efficace e costruttiva dialettica tra gli stessi; (ii) adotti idonee cautele, regolamentari e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti da un eventuale accentramento di funzioni in capo al medesimo soggetto; (iii) assicuri una composizione degli organi aziendali, per numero e professionalità, che consenta l'efficace assolvimento dei rispettivi compiti*”

o il comitato per il controllo sulla gestione” (lett. o) stessa norma).

L’organo con funzione di supervisione strategica nei GEFIA è individuabile nel Consiglio di Amministrazione (nei sistemi di amministrazione e controllo di tipo tradizionale e monistico) ovvero nel Consiglio di Gestione (nei sistemi di amministrazione e controllo di tipo dualistico).

Ai sensi dell’art. 33, co. 3 del Regolamento Congiunto, l’organo con funzione di supervisione strategica si occupa di (i) individuare gli obiettivi e le strategie dell’intermediario, definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio e la valutazione periodica circa la corretta attuazione e la coerenza con l’evoluzione del GEFIA; (ii) approvare la struttura organizzativa, ivi inclusa l’attribuzione di compiti e responsabilità, le procedure aziendali e le funzioni di controllo, nonché la valutazione periodica circa la relativa adeguatezza; (iii) valutare che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo ed efficace.

Sulla scorta del Codice di Autodisciplina approvato dal Comitato per la *Corporate Governance* di Borsa Italiana nel 2006 (e successive modifiche) – rivolto a tutte le società italiane con azioni quotate, che avrebbero dovuto adottarlo su base volontaria – in seno all’organo di supervisione strategica sono stati previsti alcuni c.d. comitati endo-consiliari con funzioni istruttorie e consultive su aspetti e tematiche aventi una particolare importanza, nonché un notevole grado di specialità (a titolo esemplificativo: comitato di controllo e rischi; comitato sui conflitti di interesse; comitato su nomine e remunerazioni).

I comitati sono costituiti da membri non esecutivi dell’organo di supervisione strategica, in maggioranza indipendenti, e ad essi è affidata una funzione istruttoria che viene esercitata mediante il rilascio di pareri preventivi e/o giudizi volti a consentire all’organo di supervisione strategica l’assunzione informata di delibere sulle materie ad essi affidate<sup>278</sup>.

Elemento imprescindibile, e da qui la composizione indipendente dei

---

<sup>278</sup> Sul punto GENTILI M.P. E NAVA O., *L’evoluzione dei comitati endo-consiliari nella corporate governance*, in *Financial Community Hub*, pubblicato sul sito <https://fchub.it/evoluzione-dei-comitati-endo-consiliari-nella-corporate-governance/> consultato in data 20 marzo 2022.

comitati, è l'indirizzo in totale assenza di interessi particolari diversi e/o confliggenti rispetto a quelli della SGR, come peraltro individuato all'interno del cd. *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti di interessi* adottato da Assogestioni – Associazione italiana del risparmio gestito<sup>279</sup>, considerato, come si vedrà, il punto di riferimento per la definizione della *best practice* in tema di gestione dei conflitti di interesse.

Con riferimento all'organo con funzione di gestione, va ribadito che allo stesso sono attribuiti o delegati compiti relativi alla gestione corrente intesa, come visto, quale esecuzione degli indirizzi strategici, ed è ravvisabile nel Comitato Esecutivo ovvero nell'Amministratore Delegato o nel Direttore Generale a seconda, ovviamente, del modello di amministrazione e controllo utilizzato dal GEFIA. Chiaramente, nel caso di mancato rilascio di deleghe, l'organo di supervisione strategica mantiene avocati a sé i relativi compiti.

Ai sensi dell'art. 33, c. 4 del Regolamento Congiunto, all'organo con funzione di gestione (i) attua le politiche aziendali, inclusa la politica di gestione del rischio, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica e ne verifica l'adeguatezza e l'efficace implementazione; (ii) cura costantemente l'adeguatezza dell'assetto delle funzioni aziendali e della suddivisione dei compiti e delle responsabilità; (iii) definisce i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti; (iv) riferisce all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo di controllo periodicamente, e comunque almeno ogni due mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione.

Infine, e con riferimento agli organi di controllo, va detto che gli stessi vanno individuati nel Collegio Sindacale (nelle società che adottano il sistema di *governance* tradizionale), nel Consiglio di Sorveglianza (nelle società che aderiscono al modello dualistico) o nel Comitato per il controllo sulla gestione (nelle società che fanno ricorso al sistema

---

<sup>279</sup> Il cui testo può essere reperito all'indirizzo <https://www.assogestioni.it/articolo/protocollo-di-autonomia-per-la-gestione-dei-conflitti-di-interesse#:~:text=Il%20Protocollo%20di%20Autonomia%20C3%A8,per%20la%20loro%20efficiente%20gestione.> consultato in data 20 marzo 2022.



monistico).

A questi organi sono attribuiti compiti di verifica della sussistenza di eventuali irregolarità nella gestione e/o violazioni della normativa disciplinante il servizio di gestione collettiva del risparmio.

\*

## **2 I controlli ed il ruolo del depositario.**

Nell'ambito degli assetti di *governance* relativi ad un ente, un ruolo fondamentale è ricoperto dai meccanismi e dagli strumenti di controllo. Oltre, cioè, all'organo di controllo che esercita un controllo di cd. primo livello, vi sono presidi afferenti ai controlli (con una collocazione normativa e regolamentare mista) cd. di secondo livello, disciplinati nel Regolamento Delegato, nel Regolamento Congiunto e nel Regolamento intermediari adottato dalla Consob con delibera 20307 del 15 febbraio 2018, ed essendo altresì disciplinati secondo una tecnica "*principle based*"<sup>280</sup>, ossia focalizzata su principi generali ed obiettivi, rimettendo all'autonomia organizzativa delle SGR la relativa modulazione concreta in ragione della propria struttura ed articolazione.

I summenzionati presidi di controllo degli SGR possono essere articolati al fine di garantire le cd. funzione di conformità (o *compliance*), la funzione di gestione del rischio di impresa (o *risk management*), la funzione di *internal audit* e la funzione di valutazione.

La *compliance* consiste nel controllo del rispetto delle regole di conformità alle norme, al fine di evitare un rischio di non conformità che, automaticamente, comporterebbe un rischio di sanzioni giudiziarie e/o amministrative, perdite finanziarie o danni reputazionali in conseguenza della accertata violazione<sup>281</sup>. La base normativa della funzione di

---

<sup>280</sup> Come ricordato da SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019, 1188.

<sup>281</sup> BOCCUZZI G., *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e Mifid*, in *Bancaria*, n. 2/2008, pp. 34 e ss.; DI ANTONIO M., *Sistema dei controlli interni e sistema di compliance*, Workshop ABI su *La funzione di compliance: evoluzioni normative e ricadute sui modelli organizzativi*, Milano 14 e 15 aprile 2008; *ibidem* CIVALE F., *Profili applicativi della funzione di compliance nelle Assicurazioni ed analisi comparata con le norme Banca d'Italia – Consob*; ALBERICI A., *La compliance nell'attuazione della direttiva Mifid*, in AA. VV., *L'attuazione della direttiva Mifid*, Milano, 2009 estratto dal sito [http://wp.demm.unimi.it/tl\\_files/wp/2009/DEMM-2009\\_035wp.pdf](http://wp.demm.unimi.it/tl_files/wp/2009/DEMM-2009_035wp.pdf) consultato in data 20

conformità, con riferimento ai GEFIA, va reperita nell'art. 61 del Regolamento Delegato<sup>282</sup>, che individua tra le finalità della funzione di *compliance*, oltre che quella di stabilire, attuare e mantenere politiche e procedure idonee ad individuare il rischio di mancata osservanza degli obblighi di cui alla AIFMD, anche l'attuazione delle misure e delle procedure idonee a minimizzare tale rischio e a consentire alle Autorità competenti di esercitare efficacemente i poteri di controllo loro conferiti dalla Direttiva stessa.

La *compliance* è soggetta al cd. principio di proporzionalità secondo il quale i GEFIA devono considerare l'appropriatezza e la proporzione dell'istituzione della funzione in questione rispetto «*alla natura, alla scala nonché alla complessità delle relative attività commerciali, nonché alla natura e alla gamma delle attività di gestione esercitate*»<sup>283</sup>.

La *compliance* può altresì riguardare il rispetto di norme di prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio, finanziamento del terrorismo e delegato SOS (ai sensi del D.Lgs. n. 231/2007).

La funzione di *risk management* – ossia la funzione di gestione del rischio d'impresa – trova il suo fondamento normativo nell'art. 39 del

---

marzo 2022 il quale osserva che “*Riguardo al primo aspetto, infatti, il rischio di non conformità è diffuso a tutti i livelli dell'organizzazione aziendale, soprattutto nell'ambito delle linee operative. Ciò comporta che l'eliminazione del rischio di compliance presuppone la scelta di modelli organizzativi appropriati; la definizione di strumenti di governo aziendale compresi e condivisi e delle loro corrette interrelazioni funzionali; la definizione di piani formativi di compliance management per lo sviluppo delle necessarie competenze gestionali e operative; l'individuazione e l'allocatione di adeguare risorse e, infine, la diretta responsabilizzazione di tutto il personale chiamato al rispetto sostanziale delle norme*”.

<sup>282</sup> Cfr. art. 61 c. 2 del Regolamento Delegato precisa che alla funzione Compliance sono attribuite le seguenti responsabilità: “*a) controllare e valutare periodicamente l'adeguatezza e l'efficacia delle misure, delle politiche e delle procedure messe in atto (...) e delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze nell'adempimento degli obblighi da parte del GEFIA; b) fornire consulenza ai soggetti rilevanti nella prestazione dei servizi e nell'esercizio delle attività e assisterli ai fini dell'adempimento degli obblighi che incombono al GEFIA in virtù della Direttiva AIFMD*”. Allo scopo di consentire alla funzione di conformità di assolvere correttamente alle sue responsabilità, il Regolamento Delegato prevede, altresì, che “*il GEFIA assicura quanto segue: a) la funzione di controllo della conformità dispone dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie e ha adeguato accesso a tutte le informazioni pertinenti; b) è nominato un responsabile per la funzione di controllo della conformità, il quale è responsabile dell'adempimento degli obblighi e della trasmissione frequente, almeno una volta all'anno, all'alta dirigenza di relazioni su questioni attinenti all'osservanza della normativa, in cui sia in particolare indicato se siano state adottate misure appropriate per rimediare a eventuali carenze; c) i soggetti che partecipano alla funzione di controllo della conformità non partecipano alla prestazione dei servizi e all'esercizio delle attività che essi sono chiamati a controllare; d) il metodo per la determinazione della remunerazione del responsabile della funzione di controllo della conformità e delle altre persone che partecipano a tale funzione non compromette la loro obiettività e non è tale per cui sia probabile che comprometta la loro obiettività*”.

<sup>283</sup> SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *op. cit.*, 1189.

Regolamento Delegato secondo il quale è necessario che il GEFIA preveda l'istituzione – e il mantenimento – di una funzione permanente di gestione del rischio all'interno della struttura organizzativa al fine di assicurare una sana e prudente gestione del rischio unitamente all'attività di gestione del portafoglio. La gestione del rischio dovrebbe consentire alla SGR l'individuazione e la misurazione delle fattispecie di rischio, il relativo monitoraggio e la valutazione di tutti i rischi inerenti a ciascuna strategia di investimento per ognuno dei FIA gestiti<sup>284</sup>.

Il *risk management* del GEFIA, inoltre, si occupa materialmente di monitorare che il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori sia conforme e congruo ai limiti fissati dall'art. 44 del Regolamento Delegato e aggiorna periodicamente l'alta dirigenza e l'organo di gestione e l'eventuale funzione di sorveglianza.

La funzione, peraltro, deve essere esercitata ad un livello dell'organizzazione aziendale completamente separato, sia funzionalmente che gerarchicamente, dalle altre unità operative al fine di garantire l'assoluta imparzialità dei relativi preposti nell'esercizio della funzione come ribadito, peraltro, dagli artt. 39 e ss. del Regolamento Delegato. La definizione delle politiche di gestione del rischio in seno all'organo di supervisione strategica impone, nella quasi totalità dei casi, l'assunzione di un *Risk Manager* in grado di fornire agli organi competenti gli elementi tecnici ai fini della individuazione delle politiche di gestione del rischio<sup>285</sup>.

Se le funzioni di controllo sono esercitate, al primo livello, dagli organi di controllo e, al secondo livello, dalle funzioni di *compliance* e *risk management*, al terzo livello si trova il cd. *internal audit* - parimenti legato al principio di proporzionalità – deputato, tra gli altri, alla (i)

---

<sup>284</sup> Ai sensi dell'art. 15, c. 3 della AIFMD i GEFIA sono tenuti ad “(i) ad attuare un processo diligente, quindi adeguato, documentato e regolarmente aggiornato, allorché gli stessi investono per conto dei FIA gestiti, in linea e in conformità alle relative strategie di investimento, agli obiettivi nonché ai profili di rischio dei FIA; (ii) ad assicurare la corretta individuazione, misurazione, gestione e monitoraggio continuativo dei rischi associati agli investimenti dei FIA gestiti nonché il loro effetto complessivo sull'intero portafoglio in gestione, anche mediante l'utilizzo di stress test ; nonché (iii) ad assicurare la corrispondenza del profilo di rischio dei FIA alle dimensioni e alla struttura del portafoglio, oltre che alle strategie ed obiettivi di investimento indicati negli articolati regolamentari di ciascun FIA gestito”.

<sup>285</sup> MASTROIANNI B. *Le funzioni aziendali di controllo*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'Apice, Milano, 2010, pp. 301 e ss.

adozione e l'applicazione di 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 del GEFIA; (ii) formulazione delle raccomandazioni basate sui risultati dei lavori realizzati conformemente al punto (i) e la verifica circa la relativa osservanza; (iii) presentazione agli organi aziendali – almeno una volta all'anno – delle relazioni sulle questioni relative alla revisione interna.

Se i predetti meccanismi e funzioni di controllo presidiano, ove più o meno, tutte le tipologie di GEFIA nella gestione dei rispettivi FIA, la cd. funzione di valutazione e/o parere di congruità da parte dell'Esperto Indipendente assume un rilievo primario per quei GEFIA che gestiscono fondi immobiliari.

Il processo di valutazione e *monitoring* del valore di *assets* notoriamente non liquidi e non quotati su mercati regolamentati è, all'evidenza, il principale strumento di tutela del risparmio investito in questi strumenti<sup>286</sup> e, come anticipato, può essere compiuto tanto da esperti indipendenti esterni<sup>287</sup> quanto da una precisa funzione aziendale ovviamente – al pari delle altre – strutturalmente, operativamente e gerarchicamente autonoma, come previsto dall'art. 19, c. 4 della AIFMD. E' bene precisare che anche in caso di esternalizzazione della funzione ad esperti terzi e indipendenti la responsabilità circa la corretta valutazione dei beni rimane in capo al GEFIA.

La funzione di valutazione rimessa al GEFIA deve riguardare tanto i beni in cui è investito il patrimonio del FIA (ad esempio gli immobili), quanto il calcolo del valore delle quote (o delle azioni) del FIA<sup>288</sup>.

---

<sup>286</sup> Come osserva MATAROCCI G., *Strategie di investimento in fondi immobiliari*, Roma, 2012, pp. 32 e ss.

<sup>287</sup> Al riguardo si precisa che il GEFIA può delegare l'incarico a un soggetto che: (i) sia una persona fisica o giuridica indipendente dal gestore e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il gestore; (ii) offra adeguate garanzie professionali per poter esercitare in modo efficace la pertinente funzione di valutazione; nonché (iii) soddisfi condizioni analoghe a quelle indicate nell'art. 16, co. 7 del D.M.

<sup>288</sup> Cfr GREA G. e SCHIAVO A., *La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo*, reperibile all'indirizzo web <https://www.dirittobancario.it/art/la-direttiva-aifm-e-la-funzione-preposta-alla-valutazione-dei-beni-del-fondo/> consultato in data 20 marzo 2022 che osservano che “*il complesso normativo indica la necessità che il GEFIA si doti di idonee procedure e processi, ma non evidenzia, in termini assoluti, l'obbligo di procedere all'istituzione di una funzione vera e propria, né sembra desumibile che tale attività debba necessariamente essere ricompresa all'interno della funzione valutazione, potendo quindi essere prevista nell'ambito di altre, adeguate e competenti, funzioni aziendali*”.

Più in particolare, i criteri e modalità di valutazione dei beni dei FIA gestiti sono disciplinati in maniera organica e dettagliata dall'art. 19 della AFIMD; dagli artt. 67 e ss. del Regolamento Delegato; dal Capitolo IV, Titolo V, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio; nonché dall'art. 16 del più volte citato Decreto Ministeriale.

Nello specifico, nel Capitolo IV, Titolo V, paragrafo IV, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio è previsto che *«per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate, la SGR, che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota ai sensi del par. 1.3 della presente Sezione, si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal D.M.»*.

Il GEFIA è, quindi, tenuto a comunicare tempestivamente alla Banca d'Italia i nominativi degli Esperti Indipendenti designati nonché la relativa revoca dell'incarico e/o la sostituzione. Inoltre, a seguito della recente novella all'art. 16 del DM<sup>289</sup> – intervenuta con la Legge 30 dicembre 2018, n. 145 – l'incarico conferito all'Esperto Indipendente in merito alla valutazione dei beni di pertinenza dei FIA ha una durata massima di tre anni, rinnovabile una sola volta, e non può essere nuovamente conferito in relazione agli stessi beni di pertinenza del FIA se non sono decorsi almeno due anni dalla data di cessazione del precedente incarico.

Da ultimo, non certo per importanza quanto più per differenza rispetto ai soggetti precipuamente officiati delle funzioni di controllo, va esaminato il ruolo del cd. depositario.

La previsione - peraltro imperativa ed indefettibile – di un soggetto terzo cui attribuire il ruolo di custodia, ex art. 48 TUF, la custodia degli strumenti finanziari ricompresi nel fondo, delle disponibilità liquide e dei connessi poteri di controllo<sup>290</sup>, è posta, fondamentalmente, a presidio della regola di separazione patrimoniale espressa nell'art. 36, c. 4, TUF e della natura “autonoma” del fondo, per prevenire indebite attività

---

<sup>289</sup> Cfr art. 16, c. 15, del DM.

<sup>290</sup> CASELLA P. – RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991, 210.

appropriative o distrattive dei specifici beni da parte della società di gestione, garantendo il principio secondo cui il gestore non possa, in alcun modo, utilizzare e/o disporre dei beni di pertinenza dei fondi gestiti. Ai sensi dell'art. 47 TUF, per ogni OICR il ruolo di depositario dovrà essere affidato dal gestore ad un unico soggetto individuato tra banche autorizzate all'esercizio in Italia, succursali di banche comunitarie, SIM e succursali italiane di imprese di investimento.

Le funzioni attribuite al depositario consistono, tra le altre, nel (i) custodire gli strumenti finanziari del FIA, (ii) accertare la legittimità delle operazioni di vendita, emissione, riacquisto, rimborso e annullamento delle quote dei FIA, (iii) accertare la correttezza del calcolo del valore delle quote del FIA, e (iv) eseguire le istruzioni del GEFIA in relazione alla distribuzione dei ritorni del FIA.

Al depositario, quindi, sono affidati compiti attinenti non soltanto alla custodia delle risorse patrimoniali del fondo ma anche, e soprattutto, alle funzioni di monitoraggio e controllo dell'operatività e dell'efficienza tecnica della SGR e alla conformità dell'operato della stessa rispetto al Regolamento di gestione<sup>291</sup>.

Ancor più nel dettaglio, il depositario deve accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote, nonché di destinazione dei redditi del fondo, la correttezza del calcolo del valore delle quote, e si deve, altresì, assicurare che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso. Non da ultimo, il depositario esegue direttamente e materialmente le istruzioni di investimento, previo controllo di legittimità, rappresentando così l'ultimo baluardo di vigilanza e protezione dei partecipanti da condotte potenzialmente lesive dei loro interessi<sup>292</sup>.

Con specifico riferimento ai fondi immobiliari, potrebbe ipotizzarsi che il ruolo del depositario sia meno rilevante attesa l'impossibilità di conferire in custodia gli *assets* relativi al patrimonio di questi fondi.

Sul punto diverse perplessità sono state fugate dalla Direttiva UCITS V,

---

<sup>291</sup> ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, pp. 186 e ss.

<sup>292</sup> COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, pp. 424 e ss.

sulla scorta dei canoni introdotti dalla AIFMD, la quale partendo dalla predetta considerazione (ossia che non tutti i beni o gli strumenti finanziari possono essere fisicamente custoditi presso il depositario) ha chiarito che il complessivo affidamento degli attivi del fondo al custode deve tradursi, oltre che nel generale dovere di custodia in senso stretto (sugli strumenti che possono costituire oggetto di un'attività di deposito ed amministrazione), nel dovere di verifica della titolarità in capo all'OICR di quei beni che, per loro natura, non possono formare oggetto di deposito in senso proprio.

Nell'individuazione delle ipotesi di responsabilità del depositario<sup>293</sup> gli interpreti si sono posti il problema della natura di tale responsabilità e, sul punto, sembra essersi largamente<sup>294</sup> affermata in dottrina una qualificazione della responsabilità del depositario verso i partecipanti del fondo come extracontrattuale, ai sensi dell'art. 2043 c.c., mentre quella del depositario verso la SGR andrebbe individuata come contrattuale ai sensi dell'art. 1218 c.c., per quanto vi sia stato chi<sup>295</sup> ha individuato, anche con i riferimento alla responsabilità del depositario verso i partecipanti al fondo, una responsabilità più intensa rispetto a quella aquiliana, in dipendenza della funzione di garanzia e controllo istituzionale che è demandata al depositario e delle conseguenti aspettative di protezione e affidamento create nei partecipanti, ritenendo di poterla qualificare come responsabilità da contatto sociale.

Infine, un interessante elemento di riflessione – e puntello della tesi dell'autonomia del fondo comune di investimento – sembra pervenire dalla circostanza che la direttiva UCITS V introduce una importante novità sotto il profilo della responsabilità del soggetto depositario, rappresentata dall'individuazione nell'OICR – valorizzato quale patrimonio autonomo e centro di imputazione di interessi, suscettibile di

---

<sup>293</sup> Che potrebbero essere ricondotte al duplice filone di perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia direttamente o eventualmente con il ricorso ad un terzo, al quale sia stata delegata la custodia, ovvero all'ipotesi di una qualunque altra perdita o danno subiti o arrecati al fondo o ai suoi investitori ex art. 49 TUF.

<sup>294</sup> In tal senso, cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 198. Si vedano però i rilievi di BRIOLINI F. – MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da Campobasso G.F., Torino, 2002; D'AMBROSIO L., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, in S. Amoroso - C. Rabitti, Bedogni (a cura di), 2004, 160.

<sup>295</sup> Nello specifico si vedano, in tal senso, RENZULLI V. – TUCCI A., *I fondi comuni di investimento*, cit. 339.

patire un danno patrimoniale diretto – e non più nella SGR del soggetto beneficiario di un regime di tutela, sempre evidentemente al pari degli investitori.

\*

### **3 La Fund Governance. Il ruolo dell'assemblea dei partecipanti e del comitato consultivo.**

Se quanto appena esposto fornisce, per quanto sinteticamente, un quadro delle dinamiche di *governance* relative alla SGR di gestione del fondo, vi è da chiedersi – a maggior ragione ove si intenda aderire alla tesi dell'autonomia del fondo di investimento<sup>296</sup> – se non siano configurabili assetti di *governance* propri/interni del fondo gestito o, come dicono alcuni, di *fund governance*<sup>297</sup>.

Orbene, come è noto, nell'ambito del processo di recepimento della dir. 2011/61/UE, il legislatore domestico è intervenuto riformando il precedente c. 2 *bis* dell'art. 37 TUF – che già aveva individuato e precisato il ruolo e le funzioni della cd. assemblea dei partecipanti – introducendo un terzo comma che, per vero, sembrerebbe limitare le competenze dell'organo collegiale di raccolta e formazione della volontà dei partecipanti del fondo chiuso, restringendone le materie indefettibilmente attribuite.

L'attuale formulazione della norma, dispone che *«Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione e le*

---

<sup>296</sup> Secondo una parte della dottrina, che non ne condivide l'approdo finale (RENZULLI V., *op. cit.*), l'introduzione dell'assemblea dei partecipanti al fondo e di una posizione dei partecipanti più incisiva nei fondi chiusi, sembrerebbe riconoscere, implicitamente e in particolari circostanze, al fondo la capacità di agire e quindi una sostanziale soggettività. Di contro questi autori hanno sostenuto che rispetto al precedente c. 2 *bis* dell'art. 37 TUF – è intervenuto con la nuova formulazione dell'art. 37, comma 3°, t.u.f., che enuncia il principio per cui, con riguardo ai fondi chiusi (diversi dai FIA riservati), l'assemblea non ha competenze di tipo gestorio che possano incidere l'autonomia del gestore, *potendo* solo deliberare sulla sua sostituzione.

<sup>297</sup> CARRIÈRE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in Riv. dir. soc., I, 2011, pp. 39 ss; GUACCERO A., *Risparmio gestito e sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna, pp. 465 ss



*deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione».*

Per quanto non si possa negare che la struttura e le competenze dell'assemblea dei partecipanti siano minime non sembra potersi, altrettanto, trascurare la volontà del legislatore *in primis* di individuare un organo in seno al quale la volontà dei partecipanti possa effettivamente formarsi e, *in secundis*, che tale volontà possa assumere scelte di cd. “alta amministrazione” tra cui quella di sostituire il soggetto gestore<sup>298</sup> (e, nella precedente formulazione del c. 2 *bis* dell'art. 37, anche le decisioni in ordine alla richiesta di ammissione alla quotazione e di modifica delle politiche di gestione).

E' innegabile che ci si trovi di fronte ad un (pur minimo) assetto organizzativo (nei fondi chiusi) che, diversamente dalla disciplina delineata dalla legge istitutiva n. 77/1983, consente oggi di individuare un “gruppo” di soggetti (i sottoscrittori) portatori di un interesse collettivo e alla cui tutela sono preposti organi esponenziali. E', altresì, innegabile che i fondi comuni di investimento, sia per prassi dei regolamenti di gestione che per normativa, sono sempre dotati di due organi nell'ambito dei quali si cristallizza la volontà di questo gruppo di soggetti – l'assemblea ed il comitato consultivo da essa nominato – e che, per quanto tali organi non abbiano rilevanza esterna diretta, l'oggetto delle loro decisioni (*i.e.* la sostituzione del gestore) è idoneo ad impattare energicamente sulla vita del fondo<sup>299</sup>, sulla sua operatività e sulle sue scelte di investimento, anche e soprattutto all'esterno.

Pur condividendosi nella sostanza la tesi di chi<sup>300</sup> non individua nella

---

<sup>298</sup> Sul punto si veda DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011, 297 ss.

<sup>299</sup> In tal senso SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 2016, 5, 1130 che osserva come «l'istituto del fondo comune, nel confronto con altri istituti che danno luogo a fenomeni organizzativi, appare sui generis, non contemplando la partecipazione dei soggetti destinatari dei risultati dell'azione né alla formazione o alla modifica dell'atto avente valore organizzativo, né alla nomina dei soggetti incaricati di svolgere le funzioni in cui l'attività comune si estrinseca; con l'eccezione – specifica ma nondimeno significativa – della decisione in ordine alla sostituzione del gestore di fondi chiusi che l'art. 37, comma 3 t.u.f. riserva alla competenza dell'assemblea dei partecipanti»

<sup>300</sup> IACUMIN L., *I fondi comuni di investimento – Diritto sostanziale e processo*, Trieste, 2020, 199 e ss. che effettivamente osserva che “Coloro che fondano la soggettività delle entità

norma di cui all' art. 37 c. 3 TUF la «*la pallottola d'argento*» a favore della tesi dell'autonomia del fondo, non può non considerarsi che l'assemblea dei partecipanti, nella sua dialettica con il gestore (su cui mantiene costantemente il diritto di scelta e, quindi, *latu sensu* di indirizzo) e con la propria posizione ben individuata nell'ambito del regolamento di gestione – che disciplina un sistema di *checks and balances* indispensabili non già allo svolgimento della vita sociale interna della SGR, ma in funzione esclusiva dell'operatività del fondo – abbia un ruolo di primo piano.

\*

#### **4 Il regolamento di gestione del fondo.**

Ai sensi dell'art. 37, c.1 del TUF, «*Il regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo*». Fa da contraltare a questa disposizione quella contenuta nell'art. 36 c. 2 del TUF che conferma al regolamento lo *status* di fonte del rapporto di partecipazione oltre che le autorità che vigilano e sovrintendono alla redazione dei suoi contenuti: «*Il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal regolamento del fondo. La Banca d'Italia, sentita la Consob, determina i criteri generali di redazione del regolamento del fondo diverso dal FIA riservato e il suo contenuto minimo, a integrazione di quanto previsto dall'articolo 39*».

Si tratta, in buona sostanza, del documento che disciplina la base del rapporto di partecipazione al fondo stesso.

Il Regolamento viene redatto ed approvato dall'organo con funzione di

---

*diverse dalla persona fisica sul criterio organizzativo, espressione di quello volontaristico, hanno visto in questa disposizione l'argomento decisivo per comprendere la natura dei fondi» e che richiama, sul punto, le critiche mosse da Barbanti Silva P., op. cit., alla Sentenza Pilota, sulla qualificazione del criterio organizzativo (e della pretesa assenza di organizzazione) come indice di carenza di soggettività e da Paolini A., op.cit., che individua nel criterio indicato dalla Cassazione una ipostasi, aggiungendo che «è [...] dall'esame obiettivo della disciplina positiva che dovrebbe desumersi se e con quali modalità sia individuato un centro di imputazione. Ciò non al fine di interrogarsi sui fondamenti ontologici dei fondi e sulla natura della loro struttura ma, ben più limitatamente, per chiarire se e in quale misura possa parlarsi di un soggetto al fine dell'applicazione della disciplina in questione».*

supervisione strategica della SGR<sup>301</sup> contestualmente all'istituzione del fondo ed assume, senza ombra di dubbio, un rilievo primario tanto in fase preventiva ed informativa, consentendo all'investitore una valutazione delle caratteristiche essenziali e del profilo del fondo, quanto in una successiva fase esecutiva, di monitoraggio del rispetto degli assetti, delle strategie e dei risultati della gestione. A tutti gli effetti viene, quindi, qualificato come fonte di "natura contrattuale" e disciplina del rapporto tra investitore e società di gestione<sup>302</sup>. La natura è, quindi, quella di atto privato, destinato a disciplinare in modo standardizzato il rapporto contrattuale di partecipazione al fondo che viene ad instaurarsi tra la società di gestione e i partecipanti<sup>303</sup>.

A tal riguardo, infatti, il c. 2 dell'art. 37 TUF prevede che «*Il regolamento stabilisce in particolare: a) la denominazione e la durata del fondo; b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo; c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi; d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi; f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio; g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti; h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione; i) se il fondo è un fondo feeder*».

E' bene specificare che, fermo restando il contenuto minimo inderogabile

---

<sup>301</sup> L'approvazione del regolamento può spettare sia all'assemblea sia al consiglio di amministrazione in quanto la scelta è lasciata all'autonomia della società. Cfr. sul punto, ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, 462. La procedura di autorizzazione del regolamento è disciplinata dal Titolo V, Cap. II, Sez. II, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015.

<sup>302</sup> In tal senso si vedano, tra gli altri, MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit.; ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, cit., 261; GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, cit., 33; FERRO LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, op. cit., 50.

<sup>303</sup> cfr. SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 195; nello stesso senso COSTI R.– ENRIQUES L., op. cit., 411.

e i criteri generali stabiliti dall’Autorità di Vigilanza, sono a disposizione delle SGR schemi di regolamento approvati preventivamente dalla Banca d’Italia, la cui adozione semplifica l’*iter* approvativo.

Per i FIA soggetti all’autorità di vigilanza della Banca d’Italia, il contenuto del regolamento di gestione è determinato da quest’ultima che mantiene un potere autorizzatorio in ordine a tali fondi.

Per quanto attiene al regolamento di gestione dei fondi diversi dai FIA riservati (ad esempio i cd. FIA *retail*), il Titolo V, Capitolo I, Sezione I del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio mira a tutelare e garantire parità di trattamento tra tutti i partecipanti al fondo, individuando i criteri generali di redazione dei regolamenti di gestione nonché il relativo contenuto minimo.

Tra i predetti criteri vi sono (i) chiarezza, al fine di evitare ambiguità e/o ostacoli alla comprensione nel testo da parte dell’investitore e consentire la piena ed agevole consapevolezza delle caratteristiche del fondo e delle relative condizioni contrattuali; (ii) completezza, in quanto il regolamento medesimo deve disciplinare interamente il rapporto contrattuale e, pertanto, contenere tutti gli elementi richiesti dalla normativa; (iii) sintesi, per cui la redazione deve evitare un appesantimento del testo regolamentare con la riproduzione di disposizioni normative e la duplicazione di informazioni; e (iv) coerenza, intesa quale uniformità dell’intero articolato regolamentare e degli elementi caratterizzanti il fondo (oggetto, politica di investimento, natura degli investitori cui esso è rivolto, regime delle spese, ripartizione dei proventi e, in generale, tutte le modalità di funzionamento).

Per quanto attiene alla struttura minima ed il contenuto minimo del regolamento (per i FIA *retail*), la stessa normativa prevede che siano, senza meno, presenti (i) la scheda identificativa, la quale contiene gli elementi essenziali ai fini dell’identificazione del fondo e fornisce al sottoscrittore i riferimenti principali in ordine al fondo medesimo, alla Sgr e al Depositario; (ii) le caratteristiche del prodotto<sup>304</sup>, che descrive i

---

<sup>304</sup> In particolare, con riferimento alla politica di investimento, il regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede che “ *La politica di investimento riguarda gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento. Le indicazioni concernenti la politica di investimento devono formare un quadro coerente in modo da far emergere con chiarezza il profilo di rischio- rendimento atteso del fondo. La SGR indica nel regolamento almeno: (i) le*

connotati fondamentali del fondo, con particolare riferimento all'oggetto, alla politica di investimento e al regime dei proventi e delle spese; nonché (iii) le modalità di funzionamento, che contiene le regole di funzionamento del fondo.

Infine, il regolamento di gestione dei FIA contiene la previsione della durata del fondo nonché l'indicazione dei casi in cui è possibile la proroga di detto termine al fine di completare le attività di liquidazione degli *asset*, che la SGR dovrà, nel caso in cui intenda fruirne, comunicare alle autorità di vigilanza (i.e. Banca d'Italia e Consob) la decisione di avvalersi di tale proroga, motivandola opportunamente ai sensi degli artt. 6, cc. 2 e 11 del Decreto Ministeriale.

Quanto alla pubblicità delle modifiche del regolamento, parimenti sottoposte all'approvazione della Banca d'Italia sentita la Consob, si prevede la stessa forma utilizzata per la diffusione del valore della quota.

\*

## **5 Il rapporto tra la SGR, il fondo e i partecipanti.**

Come noto, in Italia l'attività di gestione del fondo è sottoposta a riserva

---

*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; (ii) la composizione del portafoglio in termini di pesi massimi delle singole componenti (titoli rappresentativi del capitale di rischio, di debito, depositi bancari, ecc.), indicando la percentuale massima rispetto all'attivo che dette componenti possono raggiungere. A tal fine, si fa riferimento a categorie omogenee di beni significative in relazione all'oggetto di investimento e alla complessiva politica di investimento del fondo; (iii) se e con quale finalità il fondo intende operare in strumenti finanziari derivati, l'incidenza di tali strumenti sui rischi del fondo, tenendo anche conto degli impegni impliciti nella componente derivativa dei titoli strutturati nonché l'intenzione di utilizzare strumenti finanziari derivati per assumere posizioni corte nette; (iv) lo stile di gestione e le tecniche di investimento (es.: metodi di tipo quantitativo, analisi fondamentale); (v) ogni altro fattore rilevante nella definizione degli investimenti (es.: duration, criteri di valutazione del merito di credito dell'attività degli OICR); (vi) gli eventuali vincoli di selezione degli investimenti sulla base di criteri etici o di finanza sostenibile; (vii) nel caso di "fondi a capitale protetto" o di "fondi garantiti", le caratteristiche del prodotto e i termini della "protezione del capitale" o della "garanzia"; (viii) se rilevante, il livello massimo di leva finanziaria che l'OICR può assumere in rapporto al valore complessivo netto e le modalità con le quali tale leva è creata. Il regolamento indica se il gestore può assumere, in relazione a specifiche situazioni congiunturali, scelte, anche diverse da quelle ordinariamente previste, volte a tutelare l'interesse dei partecipanti".* Va precisato per completezza, in relazione alle caratteristiche del prodotto, che il regolamento di gestione deve indicare, tra gli altri : (i) la possibilità o meno di sottoscrizione di quote di partecipazione al fondo in fase costitutiva ovvero successivamente alla costituzione del fondo mediante il conferimento di beni di cui all'art. 4, comma 1, lett. d) del D.M.; (ii) il livello massimo di indebitamento che il fondo può assumere in rapporto al valore complessivo netto del fondo stesso.

di legge ai sensi dell'art. 32 *quater* c. 1 del TUF in favore della società di gestione, previo ottenimento dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestione da parte della Banca d'Italia, sentita la Consob, e conseguente iscrizione nell'albo *ad hoc* tenuto dalla Banca d'Italia<sup>305</sup>. L'autorizzazione viene rilasciata nel termine di novanta giorni dalla data di ricevimento della richiesta ed è subordinata alla sussistenza delle condizioni indicate dalla normativa al fine di garantire la sana e prudente gestione<sup>306</sup>, per quanto l'autorità di vigilanza mantenga sempre dei margini di discrezionalità.

Passando alla disamina delle caratteristiche del rapporto che lega SGR e fondo e/o i suoi partecipanti, dall'impianto normativo e regolamentare emerge, inequivocabilmente, la centralità del ruolo gestorio (e di indirizzo) della SGR e la rilevanza che l'operato di quest'ultima ha nei confronti degli investitori partecipanti al fondo.

A seguito del recepimento della direttiva AIFMD nel nostro ordinamento, è venuta meno la distinzione tra SGR promotrice ed SGR di gestione che il testo unico ante riforma prevedeva<sup>307</sup> e oggi, ai sensi del c. 1 dell'art. 33 del TUF, «*Le Sgr gestiscono il patrimonio e i rischi degli Oicr nonché amministrano e commercializzano gli Oicr gestiti*».

Oggi si potrebbe ricomprendere nell'attività di gestione ogni atto utile alla valorizzazione del fondo, nel rispetto delle regole previste dalla

---

<sup>305</sup> L'albo, a seguito del recepimento della dir. AIFM, risulta distinto in più sezioni ove vengono iscritte le SGR autorizzate a gestire gli OICVM e le Sgr autorizzate a gestire FIA.

<sup>306</sup> In particolare, a norma dell'art. 34, co. 1, TUF, la concessione dell'autorizzazione presuppone l'accertamento della sussistenza delle seguenti condizioni: che sia adottata la forma di società per azioni e la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio"; la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica; il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia, gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale in misura rilevante, ai sensi TUF dell'art. 15, co. 1, abbiano i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità indicati dall'art. 13 e 14 t.u.f. rispettivamente; la struttura del gruppo di cui è parte la società 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, co. 5, t.u.f.; venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa.

<sup>307</sup> Nello specifico, rientravano nell'attività di promozione l'istituzione, l'amministrazione e l'organizzazione del fondo, mentre venivano ricomprese nell'attività di gestione gli investimenti e i disinvestimenti del patrimonio del fondo e commercializzazione di quote o azioni di oicr propri. Per una disamina delle attività occorre far riferimento alla dottrina più risalente. Sul punto cfr. PONTOLILLO V., *Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 384; SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione di fondi comuni di investimento*, Milano, 1995.

legge, dalle norme di vigilanza e dalle clausole del regolamento di gestione, investendo le somme ricevute dai partecipanti secondo le strategie e le indicazioni previste nel regolamento del fondo compiendo acquisizioni, collocamenti a reddito (si pensi ai fondi conservativi), dismissioni, investimenti e disinvestimenti, con una logica di diversificazione dei rischi e con una finalità prettamente finanziaria (anche, come si è visto e si vedrà, nei fondi immobiliari), in vista del conseguimento della valorizzazione del patrimonio raccolto e del più proficuo risultato di gestione.

Per quanto attiene alla fonte dello specifico del rapporto che lega la SGR al fondo e ai suoi partecipanti, essa va individuata nell'art. 36 del TUF che, al comma 1, prevede che *«Il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o dalla società di gestione subentrata nella gestione, in conformità alla legge e al regolamento»*, precisando che alla SGR che ha istituito il fondo ben possa subentrare un altro gestore<sup>308</sup>, e aggiungendo al terzo comma della stessa norma che *«La Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario»*.

Orbene, la disposizione normativa appena citata, per quanto precisa nella qualificazione civilistica del rapporto intercorrente tra SGR e partecipanti al fondo, ha destato non poche perplessità in dottrina.

Ed infatti, secondo numerosi ed autorevoli autori<sup>309</sup>, pur svolgendo la

---

<sup>308</sup> L'art. 36 TUF ed il Titolo V, c. II, Sez. II, par. 4 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, in combinato disposto tra di loro, permettono di desumere che le ipotesi di sostituzione e le relative procedure da seguire sono individuate nel regolamento di gestione del fondo all'interno del quale devono essere predisposti meccanismi che evitino soluzioni di continuità nello svolgimento dei compiti attribuiti al gestore e che, soprattutto, si instauri una sorta di *prorogatio* in capo alla SGR sostituita fino a quando non subentri il nuovo gestore, non potendo – ovviamente – il patrimonio rimanere privo di un gestore, o secondo coloro che supportano la tesi della scissione della titolarità, del titolare formale.

<sup>309</sup> Tra gli altri si sono espressi in questo senso LENER R., *Commento all'art. 3, Legge 23 marzo 1983, n. 77, Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Commentario a cura di Maffei Alberti, in Le nuove leggi civili commentate*, 1984, 405 e ss.; MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., 317; TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate. Commento sistematico al «Testo Unico» delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, 28 e ss. *contra* (nel senso dell'inquadramento del rapporto come mandato) FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*,

SGR un'attività di gestione su incarico degli investitori, ai fini della configurazione di un mandato propriamente inteso mancherebbe la soggettività del *dominus*, da individuarsi – secondo il dettato normativo – nei partecipanti al fondo e, soprattutto, il fatto che i pretesi “mandanti” (*i.e.* i partecipanti), in realtà non hanno i poteri di indirizzo e/o la capacità di impartire direttive al gestore – né in ragione del regolamento di gestione, né in virtù del contratto di “investimento” o di “gestione”<sup>310</sup> che si origina con la sottoscrizione delle quote – il quale, per l'effetto, rimarrebbe del tutto indipendente nella propria politica di gestione.

Ulteriore importante differenza sussisterebbe con riferimento al meccanismo di eventuale revoca del mandatario atteso che, mentre l'istituto civilistico, in caso di mandato collettivo ex art. 1726 c.c., presupporrebbe l'unanimità dei mandanti<sup>311</sup>, per la revoca della SGR “basterebbe” la maggioranza degli intervenuti in assemblea con i quorum di cui all'art. 37 c. 3 TUF.

Ulteriore elemento di differenza risiede nel fatto che la SGR che acquisti un bene nell'interesse del fondo non possa indugiare nel provocare gli effetti voluti dalla legge in relazione alla efficacia diretta del negozio giuridico nel patrimonio del fondo e alla immediata separazione patrimoniale. E', per l'appunto, il caso dell'acquisto di beni immobili in capo al fondo cui dev'essere, senz'altro, data immediata pubblicità con i mezzi più opportuni.

Sul punto, nel tentativo di contemperare la nettezza del disposto normativo dell'art. 36, c. 3 TUF e le summenzionate differenze con il mandato civilistico ex art. 1703 c.c., alcuni autori hanno ritenuto che ben possa configurarsi un mandato – nonostante le divergenze evidenti dei due schemi – ma tale rinvio deve ritenersi limitato a quanto non diversamente disposto dalla disciplina specifica dei fondi d'investimento<sup>312</sup>.

---

1992, I, 25.

<sup>310</sup> Bartolucci A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984, 464.

<sup>311</sup> A mente dell'art. 1726 c.c. “*Se il mandato è stato conferito da più persone con unico atto e per un affare d'interesse comune, la revoca non ha effetto qualora non sia fatta da tutti i mandanti, salvo che ricorra una giusta causa*”.

<sup>312</sup> Cfr. BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, in *Giurisprudenza Italiana*, 02/2011, 333 e ss.; COSSU M.,



Tale conclusione, inoltre, è stata fatta propria anche dalla giurisprudenza di legittimità, la quale ha sostanzialmente affermato che, pur avendo il legislatore previsto l'istituto del mandato in relazione al servizio di gestione di portafogli, quest'ultimo si caratterizza per “*regole sue proprie (...) essenzialmente dettate dall'esigenza di fornire all'investitore un surplus di tutela*”<sup>313</sup>.

*a. Il principio di separazione patrimoniale tra SGR, fondo e partecipanti. La funzione preventiva.*

Il quarto comma dell'art. 36 del TUF introduce il fondamento di quella che viene generalmente definita separazione patrimoniale, precisando che «*Ciascun 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; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. 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 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*».

La gestione “in monte” del patrimonio del fondo implica che la SGR, nell'ambito della sua attività di gestione, sia tenuta a perseguire l'interesse collettivo dei partecipanti al fondo comune ma che resti, contrariamente a quanto avviene nella forma di gestione del risparmio su base individuale (per quanto entrambe siano volte a delegare la gestione a soggetti terzi, specializzati e vigilati), in posizione di totale autonomia

---

*Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli, R. Lener, Torino, 2011, 705 e ss.; GUFFANTI E., *I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il mirror trading*, in *Le Società*, 2013, 6, 676 e ss.

<sup>313</sup> Cfr. Cass. civ. 24548 del 2 dicembre 2010.

rispetto ai partecipanti, per quanto l'attività si svolga nel loro interesse. La dinamica che viene ad instaurarsi è assimilabile, quindi, ad un rapporto di *agency*<sup>314</sup> tra un soggetto (*principal*) rappresentato dai partecipanti, che affidano ad un altro soggetto (*agent*) una gestione, contraddistinta da ampi margini di discrezionalità di quest'ultimo, senza l'effettiva possibilità di sindacare l'effettivo perseguimento dei propri interessi.

All'evidenza, quindi, in ragione della predetta netta separazione patrimoniale, la SGR che contrae obbligazioni per conto del fondo comune (o di un suo comparto) nell'ambito della gestione del fondo medesimo, ne risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo comune (o del singolo comparto).

E', di fatti, interessante notare come il patrimonio del fondo possa a propria volta essere organizzato e segmentato in più comparti e che taluno di essi, a propria volta, va considerato un patrimonio autonomo pur facendo capo al medesimo fondo.

Precipitato logico di quanto precede è che creditori dei partecipanti potranno, quindi, promuovere azioni soltanto sulle quote di partecipazione degli investitori medesimi al fondo.

Se sotto il profilo strutturale la segregazione non sembra porre particolari criticità, sotto il profilo applicativo è opportuno comprendere come tale separazione possa essere concretamente attuata e con quali presidi, anche ai fini di prevenzione da potenziali patologie del rapporto.

Questi presidi seguono due direttrici tra loro parallele: *in primis* la individuazione di regole di condotta gravanti, come si vedrà, sul gestore e, *in secundis*, la valorizzazione di profili organizzativi – quali la qui esaminata separazione patrimoniale – e di *governance* sia nell'ambito della struttura organizzativa dello stesso gestore – già in gran parte analizzati nel presente capitolo – sia in relazione ad altri soggetti coinvolti.

Un rilievo fondamentale va attribuito al depositario, ritenuto soggetto

---

<sup>314</sup> Il rapporto di *agency* viene, notoriamente, sviscerato in KRAAKMAN R. e HANSMANN H., *Agency problems and legal strategies*, in *The anatomy of corporate law*, Oxford, 2004, pp. 21 e ss. così come tradotto da ENRIQUES L., *Diritto Societario comparato*, Milano, 2006, pp. 29 e ss. Il richiamo è operato anche da RENZULLI V., *op. cit.*

*forte*, cui è demandata la funzione principale di preservare l'integrità delle risorse del fondo, schermandone il materiale possesso rispetto al soggetto deputato a gestirle e, così, monitorandone l'effettiva separazione e prevenendo l'eventuale confusione del patrimonio comune da quello del gestore<sup>315</sup>.

A seguito dell'introduzione della normativa comunitaria, il ruolo del depositario è stato, come visto, fortemente rafforzato e, oggi, assume il compito fondamentale del controllo della consistenza patrimoniale e della rispondenza della gestione agli obiettivi dichiarati nel regolamento del fondo, addirittura "filtrando" e verificando di volta in volta gli effettivi utilizzi del patrimonio e gli eventuali atti di disposizione e/o dismissione attuati dal gestore<sup>316</sup>.

Per quanto il legislatore abbia inteso replicare, anche per i servizi di investimento, lo schema della separazione patrimoniale affermando, all'art. 22 del TUF, che gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti restano *un patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti*, non si ravvede nei servizi di investimento un peso effettivo del terzo depositario in grado di "spossessare" il gestore del patrimonio comune atteso che il c. 3 dell'art. 22 prevede che le imprese di investimento, l'intermediario finanziario e la banca non possono utilizzare nell'interesse proprio o di terzi gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo «salvo il consenso scritto dei clienti»<sup>317</sup>, non configurandosi quindi una netta e "stagna" separazione tra i patrimoni che, invece, nei fondi – e grazie al filtro "forte" del depositario – si verifica.

*b. La gestione dei conflitti di interessi e i principi cui la SGR deve*

---

<sup>315</sup> SODA A.P., *Commento sub art. 36*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, cit., 297, ma soprattutto ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impresa e Società*, 1995, 290-291 secondo cui il ruolo del depositario, da un lato è quello di arginare il pericolo che il gestore si appropri dei risparmi dei partecipanti e, dall'altro, quello di rendere immediatamente individuabile la separazione patrimoniale tra investitori e gestore.

<sup>316</sup> COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, 616-617

<sup>317</sup> GAGGERO P., *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, pp.427 ss.

*ispirare la propria condotta.*

L'art. 35 *decies* del TUF delinea le regole di comportamento e i principi cui SGR (ma anche SICAV e SICAF) devono ispirarsi nella gestione dei patrimoni loro affidati.

Alcune di queste regole appaiono – oltre che ispirate ai criteri di cui agli artt. 1175, 1176 e 1375 c.c. – una precisazione ed estrinsecazione di alcuni dei principi generali già individuati dall'art. 21 TUF, in cui vi è una puntuale enunciazione delle condotte di tutti i soggetti deputati a prestare servizi e attività di investimento<sup>318</sup>. In particolare, anche nella norma da ultimo richiamata, figurano puntuali riferimenti alla diligenza, alla correttezza e alla trasparenza; la necessità di identificazione, prevenzione e gestione dei conflitti di interesse; la necessità di adozione di misure e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e la salvaguardia dei diritti dei clienti e/o – nell'art 35 *decies* – dei partecipanti agli OICR gestiti.

In tale ottica, ben si comprende l'evidente rilievo che il Legislatore ha inteso riservare all'equilibrio, alla trasparenza e alla correttezza dei rapporti tra l'operatore – sia esso gestore di OICR sia esso prestatore di servizi di investimento in sede di gestione individuale – e gli investitori.

Non sorprende che la disposizione in commento si ponga, quindi, in armonia con principi dettati, per quanto in ambiti differenti, dalla legislazione europea – con le Direttive MiFID (2004/39/CE) e MiFID II (2014/65/UE) – e sostanzialmente recepiti, anche per la gestione collettiva, da Consob nel proprio Regolamento Intermediari<sup>319</sup>.

Come anticipato in apertura, con specifico riferimento agli Oicr, l'unico comma dell'art. 35 *decies* delinea quattro ordini di regole di condotta cui SGR (SICAV e SICAF) debbono conformarsi nella gestione dei propri patrimoni<sup>320</sup>.

Considerando la lettera a) della norma, i criteri di diligenza, correttezza e trasparenza devono ispirare l'azione di tutti i soggetti che esercitano

---

<sup>318</sup> ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, 247.

<sup>319</sup> Delibera Consob del 15 febbraio 2018 n. 20307 (cfr. art. 97).

<sup>320</sup> La precisazione circa la gestione dei *propri* patrimoni sembrerebbe, quindi, escludere dall'applicabilità della norma quei soggetti che abbiano affidato ad un gestore esterno il proprio patrimonio *ex art. 38 TUF* SFAMENI P. e PENNA M., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di in Sfameni e Giannelli, Milano, 2018, 224.

gestione collettiva del risparmio nel miglior interesse degli OICR gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato. La tutela si articola, quindi, secondo un doppio binario: direttamente indirizzata agli OICR (e quindi ai fondi, nel caso che ci consta) ed ai relativi partecipanti, ed indirettamente, alla generale integrità di mercato., nel perseguimento di tali scopi.

La lettera b) impone l'adozione di misure organizzative tali da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse – anche, eventualmente, tra patrimoni e/o diversi comparti gestiti da un medesimo soggetto<sup>321</sup> – e/o garantire un trattamento equo degli OICR gestiti in caso di effettivo verificarsi di tale conflitto.

Le situazioni idonee a generare conflitti di questo tipo, da avveduta dottrina<sup>322</sup> ritenute ineliminabili per imprese che svolgano attività finanziaria, sono state tipizzate anche dal Reg. UE n. 231/2013 che, agli artt. 30 e ss., impone ai soggetti di non limitarsi alla semplice *disclosure* nei confronti del cliente prevista dal TUF in ambito di servizi di investimento, ma prevede che si informino i vertici gestionali dell'intermediario al fine di consentire loro di assumere ogni provvedimento che garantisca la tutela dell'OICR e dei partecipanti da parte del gestore<sup>323</sup>.

Le SGR sono, altresì, onerate secondo la lettera c) di disporre procedure e risorse idonee a garantire l'efficiente svolgimento dei propri servizi, oltre che misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli OICR gestiti.

La lettera d) della norma contiene una disposizione interessante dal momento che, stabilito il principio generale della parità di trattamento di tutti i partecipanti ad uno stesso OICR gestito, deroga allo stesso con riferimento ai gestori di FIA riservati ai cd. investitori professionali. Ai

---

<sup>321</sup> Come correttamente osservato da avveduta dottrina IELPO F., *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 375; PICARDI L., *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2002, 436 nel divieto per le società di investimento di gestire patrimoni di altri OICR, la norma non può che essere intesa come applicabile al caso in cui essa debba gestire più comparti o patrimoni.

<sup>322</sup> DENOZZA F., *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di sé stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini 2009*, Milano, 2009, 142 e ss.

<sup>323</sup> IOCCA M. G., in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di Calandra Buonauro, Milano, 2020, 254.

gestori di FIA riservati viene, infatti, concessa la possibilità di attuare trattamenti differenziati in favore di alcuni investitori rispetto ad altri alla luce dell'art. 97 del Regolamento Intermediari, della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e delle disposizioni attuative.

La lettera e) della norma prevede, infine, che i gestori provvedano all'esercizio del diritto di voto – e di intervento – inerente agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti nell'interesse dei partecipanti. A differenza che nella gestione individuale, in cui il diritto di intervento e voto spetta al cliente che è sempre direttamente e personalmente titolare degli strumenti finanziari, è la SGR a esercitare il diritto di intervento e voto relativo agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi comuni di investimento<sup>324</sup> e tale esercizio consentirebbe una sorta di monitoraggio interno da parte delle SGR, quali minoranze “perite” e “cognite”, che supervisionerebbero dall'interno le società partecipate nell'interesse dei partecipanti al fondo.

Peraltro la precisazione circa il diritto di intervento appare doverosa: una nutrita parte della dottrina<sup>325</sup> ha, infatti, osservato che, nel rispetto delle regole di diligenza e correttezza, il gestore ben potrebbe ritenere, di volta in volta e senza abdicarvi *ex ante*, non opportuno – e non conveniente per i partecipanti – l'intervento in assemblea.

Esaminate, quindi, le generali norme di condotta e tutele che il gestore deve osservare nell'esercizio della propria attività (e che sembrano ricalcare quelle già individuate, all'art. 21 TUF per gli intermediari abilitati ai servizi e alle attività di investimento<sup>326</sup>), pare opportuno

---

<sup>324</sup> Si è occupato del diritto di voto relativo a strumenti finanziari gestiti sia individualmente che collettivamente STELLA RICHTER JR. M, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti, I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. - Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P. - Gabrielli E., 780 ss.

<sup>325</sup> Tra gli altri COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* a cura di Cottino G, Padova, 2004, 420; VELLA F., *Testo Unico della Finanza*, a cura di Campobasso, Torino, 2002, 361; sempre VELLA F., «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca Impresa Società*, 1998, p. 378; CAVANNA M., *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2008, 42; LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 2009, p. 197. In generale, sull'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali cfr. COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 321 ss.

<sup>326</sup> In tal senso cfr. LENER R. – LUCANTONI P., *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 375 ss.; TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virutale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*,

individuare quali possano essere le situazioni in cui materialmente si possa configurare un conflitto di interessi lesivo della fisiologica attività dei fondi gestiti.

Il legislatore, anziché censurare integralmente ogni operazione che possa essere connotata da una situazione di potenziale conflitto, ha ritenuto di individuare singolarmente le ipotesi in cui deve ritenersi poter sorgere un conflitto di interessi e ne rimette la gestione alla politica che ciascun GEFIA è tenuto a definire e applicare.

Con riferimento alle ipotesi che il gestore deve classificare come di potenziale conflitto vi sono quelle che vedono contrapposti: (i) gli interessi dei gestori medesimi – compresi i propri soggetti rilevanti o qualsiasi persona o entità avente stretti legami con il gestore o un soggetto rilevante – e gli interessi del FIA gestito ovvero gli interessi dei partecipanti a tale FIA; (ii) gli interessi del FIA, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di altri FIA gestiti dal medesimo gestore o dei rispettivi partecipanti; (iii) gli interessi del FIA, ovvero dei partecipanti, e gli interessi di un altro cliente del GEFIA; (iv) gli interessi di due o più clienti del GEFIA.

Di fronte a simili circostanze ed operazioni, il gestore dovrà farsi trovare “pronto”, avendo preventivamente predisposto una efficace politica di gestione dei conflitti di interesse, sia mediante la previsione di procedure e misure per poter individuare e gestire potenziali conflitti, sia tenendo distinti, nell’ambito della propria organizzazione, tutti quei compiti e quelle funzioni fra loro potenzialmente incompatibili e/o la cui commistione o rapporto potrebbe essere foriero di situazioni potenzialmente confliggenti.

Nello specifico, i criteri che debbono sovrintendere alla politica di gestione dei conflitti, ex art. 31 del cd. Regolamento Delegato<sup>327</sup>, sono (i)

---

2007, II; LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, 239 ss.

<sup>327</sup> Regolamento (UE) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFM) del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, a mente del quale, nelle ipotesi di appartenenza dei GEFIA ad un gruppo, tale politica deve tenere conto anche delle circostanze che potrebbero causare un conflitto d’interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo.

la formulazione per iscritto (mediante l'istituzione e l'aggiornamento di un apposito registro); (ii) l'adeguatezza alla dimensione e all'organizzazione di ciascun GEFIA; nonché (iii) l'adeguatezza alla natura, alla scala e alla complessità dell'attività dei GEFIA.

Con riferimento specifico alle situazioni di conflitto di interessi che possano ingenerarsi nei fondi immobiliari va, anzitutto, dato conto dell'abrogazione dell'art. 12-*bis* del D.M. 228/1999 (ad opera del D.M. 30/2015) che prevedeva delle deroghe e dei correttivi nel caso di apporti di beni ai fondi immobiliari<sup>328</sup>.

Le situazioni di potenziali conflitti con riferimento ai fondi immobiliari oggetto della presente trattazione sono individuate, al pari delle altre tipologie di fondo, da politiche di gestione dei conflitti emanate dalle SGR.

Dalla prassi e dall'esame delle policy di alcuni dei più importanti GEFIA operanti nel settore dei fondi immobiliari<sup>329</sup>, possono desumersi alcune delle fattispecie di potenziale conflitto ritenute più diffuse, tra cui le:

- a) operazioni con i soci della società di gestione del fondo immobiliare o con entità a loro riconducibili, ovvero con altre società facenti parte del gruppo della società di gestione (“soggetti in conflitto di interesse”);*
- b) operazioni di compravendita e/o locazione di immobili di società i cui amministratori sono consiglieri o amministratori della SGR istitutrice o del fondo medesimo;*
- c) operazioni di compravendita e/o locazione di immobili di società che prestano servizi in misura rilevante alla SGR istitutrice del Fondo medesimo o di altri fondi immobiliari emessi dalla stessa;*
- d) operazioni di compravendita e/o locazione di immobili di proprietà di uno o più sottoscrittori il Fondo medesimo o altro Fondo emesso dalla*

---

<sup>328</sup> Per la disciplina ante riforma si veda DOTTARELLI C., *I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili*, in *La gestione del fondo immobiliare – Rischio, diversificazione e pianificazione*, a cura di Giannotti C. Milano, 2006, 13 e ss.; RESCIO G. A., *L'apporto a fondo immobiliare*, relazione al Convegno “L'evoluzione dei fondi comuni immobiliari”, Milano, 2012, pp. 461 e ss. reperibile online su [https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/03/4\\_L-apporto-a-fondo-immobiliare.pdf](https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/03/4_L-apporto-a-fondo-immobiliare.pdf) consultato in data 20 aprile 2022.

<sup>329</sup> Si veda ad esempio la policy in materia di conflitto di interessi di Mediolanum gestione fondi, reperibile all'indirizzo web [https://www.mediolanumgestionefondi.it/static-assets/pdf\\_gf/Politica\\_gestione\\_conflitti\\_di\\_interesse\\_MGF.pdf](https://www.mediolanumgestionefondi.it/static-assets/pdf_gf/Politica_gestione_conflitti_di_interesse_MGF.pdf) consultato in data 20 aprile 2022.



*SGR istituttrice;*

*e) operazioni di compravendita, e/o locazione, o conferimento di ogni altro bene o diritto, diverso dagli strumenti finanziari, a o da, o per il tramite di, una società del gruppo, suoi soci ovvero società finanziate o la cui esposizione debitoria risulti garantita in misura rilevante da Entità del Gruppo qualora dall'esito della vendita o del conferimento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento all'Entità del Gruppo che ha erogato il credito;*

*f) operazioni di compravendita (ivi compresa l'ipotesi del conferimento) e/o locazione, di immobili da società finanziate o garantite da società del gruppo di appartenenza della MGF, qualora dall'esito dell'investimento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento concesso;*

*g) operazioni di compravendita, e/o locazione, di immobili da/patrimoni dei fondi in gestione o fra società del gruppo;*

*h) attività conferite in outsourcing ai soggetti coinvolti nel processo di investimento (Real Estate Consultant, Property Manager, ecc.).*

*i) acquisto di beni da soggetti rilevanti;*

*j) operazioni di compravendita di beni tra patrimoni gestiti dalla Società”.*

Particolarmente delicata nei fondi immobiliari continua ad essere la tematica degli apporti di beni immobili atteso che, per la particolarità degli *assets* oggetto dei fondi immobiliari, è opportuno che eventuali conferimenti siano confortati da valutazioni da parte di esperti indipendenti particolarmente strutturate<sup>330</sup>.

*c. La responsabilità della SGR e del depositario.*

Le declinazioni principali di quella che si è avuto modo di definire, nelle pagine che precedono, responsabilità “contrattuale” ascrivibile ai soggetti che operano nell'interesse del fondo, sono principalmente due: la

---

<sup>330</sup>Una disposizione particolarmente rilevante in materia di fondi immobiliari è quella prevista all'art. 16 Art. 16 c. 14 DM 30/2015 secondo cui «La valutazione dei conferimenti dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari dei fondi previsti dall'articolo 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86, e' effettuata da un collegio di almeno tre esperti, nel caso in cui il gestore non si avvalga di una società'».

responsabilità della SGR e la responsabilità del depositario.

Come noto, ai sensi dell'art. 36 c. 3 TUF, « *la SGR che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario* ».

E', quindi opportuno, comprendere quali siano i presupposti in presenza dei quali (o gli atti, ad esempio di *mala gestio*, alla ricorrenza dei quali) possa configurarsi una qualche responsabilità del gestore e verso i partecipanti e verso i terzi.

Come ribadito più volte, il carattere di investimento della partecipazione del quotista determina che lo stesso non abbia diritto a ricevere una remunerazione predeterminata nel proprio valore ma una quota risultante dal rapporto — al momento della richiesta di rimborso — fra il numero di quote detenute e il valore complessivo del fondo<sup>331</sup>. Non trattandosi, ovviamente, di un'obbligazione di risultato ma di mezzi, l'eventuale diminuzione dell'integrità patrimoniale del fondo non determina automaticamente la responsabilità della SGR che scatta, invece, in presenza di violazione degli obblighi del proprio incarico.

Per quanto la dottrina sia abbastanza uniforme nel ritenere che il rapporto tra SGR e quotista non si esaurisca in un mero rapporto di mandato ai sensi delle norme generali (1703 e ss c.c.)<sup>332</sup> ma presupponga l'osservanza dei criteri di diligenza "professionale" propri dell'incarico amministrativo ricoperto così come imposti dalla disciplina (speciale) e dal regolamento di gestione (che assume valore organizzativo), non può nascondersi che la diligenza del "buon padre di famiglia" ex art. 1710 c.c. e il generale dovere di correttezza e fedeltà tipizzato e in tutte le fattispecie di gestione di affari nell'interesse altrui appaiono le fondamenta su cui edificare il rapporto tra gestore e quotisti che, necessariamente, afferisce ad un *pactum fiduciae*<sup>333</sup>.

---

<sup>331</sup> SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Soc., 2015, 6, 1149 e pp. ss.; BORDIGA V., *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, Riv. Soc., 2013, pp. 221 e ss..

<sup>332</sup> Tra gli altri si vedano MIOLA M. – BRIOLINI F., *art. 36*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso G.F., Torino, 2002, pp.318 e ss.

<sup>333</sup> In tal senso PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 39 e ss.; CARRIERE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in Riv. Dir. soc., 2011, 41.

Per cercare di individuare più specificamente gli «*obblighi del mandatario*» il cui inadempimento possa rappresentare fonte di responsabilità in capo alla SGR verso il sottoscrittore del fondo, si specifica che essi attengono alla natura dell'attività tipica della SGR ossia gestione — fiduciaria e nell'esclusivo interesse dei partecipanti — di una pluralità di patrimoni altrui, nel rispetto di elevati *standards* di comportamento, a tutela del risparmio collettivo gestito nonché a tutela degli interessi particolari del singolo quotista<sup>334</sup>, che debbono sostanziarsi in una amministrazione “attiva” (secondo criteri “finanziari” di propensione al rischio, specificati nel regolamento del fondo e nella legge, in maniera professionale) di un *quantum* patrimoniale-monetario. Con riferimento alla responsabilità della SGR la fonte che disciplina tali criteri è duplice, da un lato il regolamento del fondo, dall'altro la normativa di rango primario e secondario di settore.

Come già si è avuto modo di constatare, il regolamento di gestione del fondo traccia le linee guida della “politica di investimento” che, per l'appunto e come visto, deve essere dettagliatamente predeterminata in termini analitici e puntuali secondo le disposizioni normative e, soprattutto, il profilo di rischio prescelto dal fondo<sup>335</sup>. Individua a monte, quindi, i parametri la cui violazione da luogo a responsabilità.

Il regolamento è chiamato altresì a «*defin[ire] le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti*» (art. 37, c. 1, TUF), deve stabilire «*gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi*» (art. 37, c. 2, lett. c), TUF) e, soprattutto, individua «*il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo*» (art. 37, c. 2, lett. d), TUF).

Sotto il profilo regolamentare e normativo ci sono norme, come l'art. 35-

---

<sup>334</sup> SPOLAORE P., *op. cit.*, che sottolinea, efficacemente, le differenze con la responsabilità dell'amministratore di società di diritto comune, sottolineando come in tali fattispecie gli “azionisti-amministratori di società di diritto comune [...] gestiscono nell'interesse “comune” dei soci un'impresa collettiva allo scopo di massimizzare il ritorno sul capitale investito”.

<sup>335</sup> Come rilevato da GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989, 181.

decies TUF<sup>336</sup> che individuano i divieti e i criteri di ripartizione dei rischi previsti direttamente dalla normativa di vigilanza; normativa che si attegga ovviamente in maniera molto diversa a seconda della tipologia del fondo, specialmente dal Titolo V.III del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, integrata dalle disposizioni del D.M. 5 marzo 2015, n. 30.

Per andare esente dalle proprie responsabilità, quindi, la SGR non potrà limitarsi ad invocare la discrezionalità propria di ogni attività gestoria essendo, di contro, vincolata all'osservanza di ben più stringenti criteri pattizi, normativi e regolamentari di cui sarà tenuta a dimostrare il pedissequo rispetto ed il fatto che la gestione è stata esercitata in conformità al regolamento del fondo, alla normativa di dettaglio nonché alle regole tecniche proprie dell'attività svolta.

Il tenore letterale dell'art. 36, comma 3, e la singolare declinazione al plurale della responsabilità della SGR nei confronti dei partecipanti del fondo anziché del fondo stesso, ha riaperto il dibattito tra chi, non individuando una autonoma soggettività del fondo, ritiene che la SGR risponda per tutte le violazioni dei doveri su di essa gravanti nei confronti di ogni singolo sottoscrittore (che sarebbe l'unico deputato ad azionarla su base individuale e *pro quota* nel caso in cui lamenti un danno risarcibile al patrimonio del fondo e/o al proprio patrimonio personale) e chi, invece, riterrebbe esercitabile un'azione di responsabilità esclusivamente volta a reintegrare il patrimonio del fondo, al pari

---

<sup>336</sup> L'art. 35decies TUF stabilisce che “1. Le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni:

a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato;

b) si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agiscono in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti;

c) adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli Oicr gestiti e dispongono di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;

d) assicurano la parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito nel rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, in conformità al diritto dell'Unione europea. In relazione ai FIA riservati, trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori sono consentiti nel rispetto della direttiva 2011/61/UE e delle relative disposizioni attuative;

e) provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge”.

dell'azione sociale di diritto comune<sup>337</sup>.

Per quanto sia sostenibile (e, anzi, preferibile) la tesi della autonoma soggettività del fondo, è innegabile che il patrimonio comune del fondo non sia che la somma algebrica dei singoli apporti dei partecipanti i quali – avendo approcciato al fondo col solo scopo individualistico della remunerazione dell'investimento e senza alcuna sorta di *affectio societatis* rinvenibile, di contro, nelle società – ben potrebbero agire personalmente per il ristoro del danno comunque individualmente patito.

Ed infatti, appare innegabile che l'interesse egoistico del singolo quotista sia rivolto esclusivamente alla remunerazione del proprio investimento, per quanto con la “leva” dell'aver accorpato tale apporto con quello di altri, parimenti animati dal medesimo intento egoistico, e non già quello di investire in una iniziativa sociale propriamente intesa.

Si potrebbe obiettare che l'apporto nel fondo è assimilabile, quanto agli effetti, all'investimento in partecipazioni di società quotate su mercati regolamentati in cui, all'evidenza non può esservi alcuna concreta *affectio societatis* del risparmiatore rispetto agli altri soci e/o all'iniziativa comune.

Peraltro non può non rilevare la diversità ontologica che sussiste tra lo strumento societario e quello del fondo; diversità che suggerirebbe di differenziarne, sotto questo profilo (così come sotto altri), l'applicazione.

A voler, senza dubbio, preferire, una prospettiva funzionale e non staticamente classificatoria, deve osservarsi che mentre nelle società, proprio per la primazia del vincolo tra i soci, l'azione individuale rappresenta un rimedio residuale rispetto alle norme sulla responsabilità sociale degli amministratori ex art. 2392 e ss c.c. volte alla reintegrazione del patrimonio comune<sup>338</sup>, nell'art 36 c. 3 TUF l'assunzione degli obblighi e delle responsabilità del mandatario è direzionata, senza alcuna

---

<sup>337</sup> Di questo vivo dibattito danno conto BORGIOLO A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, 904 ss.; TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, cit. 83.; MEO G., *Azione “comune” e azione “individuale” contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986, I., 184.

<sup>338</sup> Oltre che la non trascurabile presenza di un organo che “celebra” la collegialità della volontà dei soci e al quale sono rimesse, istituzionalmente, le decisioni in ordine alla responsabilità per danni arrecati dagli amministratori al patrimonio sociale.

alternativa, esclusivamente verso i partecipanti del fondo<sup>339</sup>.

Mentre, infatti, il regime societario gode di una ontologica autonoma soggettività dell'ente e lascia aperto il doppio binario a seconda del danno prodotto (se al patrimonio sociale o a quello del singolo socio), brutalmente, dinnanzi al fondo non si configura questa possibilità e, vista la ancora incerta affermazione della soggettività autonoma del fondo, al socio non resta che il solo rimedio dell'art. 36 c. 3 TUF, rimesso alla propria iniziativa individuale<sup>340</sup>.

Per quanto attiene alla responsabilità del depositario, anch'essa riveste un ruolo primario di garanzia del sistema.

Ed infatti, dal momento che il depositario previene e impedisce gli abusi della SGR a danno dei partecipanti, ben si comprende l'importanza del rispetto delle proprie prerogative da parte di questo soggetto con funzioni di "controllore", istituzionalmente caratterizzato da terzietà ed affidabilità.

Se nell'esercizio dei loro poteri, sia il gestore che la banca depositaria sono tenuti ad agire in modo indipendente e a perseguire l'interesse dei partecipanti al fondo, è nell'art. 49 TUF (oltre che, a livello regolamentare, nel Titolo VIII, Cap. IV, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio) che la responsabilità del depositario trova la sua puntuale disciplina se possibile ancor più stringente di quella della SGR.

La norma stabilisce al comma 1 che *«il depositario è responsabile nei confronti del gestore e dei partecipanti dell'Oicr di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi»* e al comma 2 che *«In caso di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia, il depositario, se non prova che l'inadempimento è stato determinato da caso fortuito o forza maggiore, è tenuto a restituire senza indebito ritardo strumenti finanziari della stessa specie o una somma di importo corrispondente, salva la responsabilità per ogni altra perdita*

---

<sup>339</sup> vista anche l'esorbitanza di una deliberazione sulla responsabilità del gestore dalle materie rimesse all'assemblea dei quotisti ex art. 37 c. 3 TUF.

<sup>340</sup> Alcuni spunti su temi vicini sembrano emergere da una recentissima pronuncia della Corte d'Appello di Milano, Sez. specializzata Imprese del 18 febbraio 2021, con commento di ANNUNZIATA F. – MALTESE D., *La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione*, in *Le Società*, 3, 1 marzo 2022, pp 338 e ss., in cui gli autori danno conto della tendenza, rafforzata dalla pronuncia commentata che, seppur su aspetti differenti, appare depotenziare la possibilità di azioni "superindividuali" in capo ai singoli quotisti (cui resta il rimedio risarcitorio individuale).

*subita dall'Oicr o dagli investitori in conseguenza del mancato rispetto, intenzionale o dovuto a negligenza, dei propri obblighi».*

Dall'esame del combinato disposto delle due norme emerge una responsabilità – da una parte della dottrina<sup>341</sup> ritenuta di natura contrattuale stante l'accordo tra gestore e depositario in capo al depositario – di carattere bifronte: verso i partecipanti e verso la SGR ma, inoltre, di carattere generale (da inadempimento dei propri obblighi, ex comma 1) e di carattere speciale (da perdita degli strumenti finanziari detenuti in custodia, ex comma 2).

Certa parte della dottrina<sup>342</sup> riverbera tale carattere versatile anche sotto il profilo strettamente risarcitorio sostenendo che, per entrambe le fattispecie di cui ai cc. 1 e 2 dell'art. 49 TUF, sia concessa all'investitore *«la possibilità di scegliere il soggetto contro cui agire in giudizio, potendo quest'ultimo far valere la responsabilità del depositario agendo nei confronti della società di gestione – la quale vanterà, in tal caso, un diritto di regresso verso il depositario – ovvero direttamente contro il depositario, ferma restando la regola per cui non è possibile duplicare i due rimedi»* richiamando sul punto l'art. 21 par. 15 dir. AIFMD e l'art. 24 par. 5 dir. UCITS V.

\*

---

<sup>341</sup> ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 198. Con rilievi critici FERRARIS DI CELLE A. – SZEGO B., in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 394, 1998; BRIOLINI F. – MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da Campobasso G.F., Torino, 2002; LUBRANO M., *Commento all'art. 38*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, 336.

<sup>342</sup> BASTIANELLI G., *Commento all'art. 49 TUF*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, a cura di CALANDRA BUONAURA V., Milano, 2020, 331.

*Sezione II. L'avvento del Corptech nei fondi immobiliari: tra responsabilizzazione, automatizzazione e sostenibilità.*

## **6 Il Corptech e la diffusione di strumenti digitali nel governo delle società di gestione e dei fondi di investimento.**

Negli ultimi anni, ed in particolare ad esito degli eventi pandemici che hanno colpito i sistemi economici di tutto il mondo (tra cui, *in primis*, il comparto finanziario e degli investimenti), i mercati hanno registrato una netta tendenza a perseguire e rafforzare obiettivi di digitalizzazione, responsabilizzazione e sostenibilità<sup>343</sup>.

Ed infatti, sotto il primo profilo, la sostanziale impossibilità, determinata dal COVID-19 per lunghi periodi di tempo, di frequentare le sedi aziendali in presenza, prendere parte ad assemblee, riunioni, incontri con risparmiatori, investitori, personale e *stakeholders* in genere, ha, di fatto, accelerato il processo (già in atto) di digitalizzazione delle informazioni a disposizione di azionisti, quotisti e amministratori come pure ha definitivamente “sdoganato” sistemi di automazione di processi interni, funzionamento degli organi e, più in generale, di tutte quelle dinamiche di *governance societaria*<sup>344</sup> meglio (ed omnicomprensivamente) conosciute con il neologismo di *Corptech*, crasi dei due lemmi anglosassoni *corporate* e *technologies*<sup>345</sup>.

L'utilizzo delle nuove tecnologie (cd. *Emerging Digital technologies* o *EDTs*)<sup>346</sup> ai fini del supporto alla vita societaria, agli adempimenti e alle

---

<sup>343</sup> Per un breve *recap* delle maggiori misure assunte nel periodo emergenziale SACCO GINEVRI A., *La mutazione dell'impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell'economia*, in *Supplemento NGCC*, n. 5/2020, p. 73.

<sup>344</sup> Ai presenti fini con il termine di *corporate governance* si intende l'«organizzazione della gestione, articolazione del momento decisionale e dei relativi controlli (anche indipendentemente dai contenuti e dagli obiettivi della gestione» MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33 ss., a p. 39

<sup>345</sup> ABRIANI N.-SCHNEIDER G., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, pp. 92 e ss.; ABRIANI N., *La corporate governance nell'era dell' algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, 261 ss.

<sup>346</sup> MONTAGNANI M.L.-CAVALLO M., *Liability and emerging digital technologies: an EU perspective*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2020, in *Notre Dame Journal of International & Comparative Law* vol. 11(2), reperibile al link



decisioni degli amministratori e al dialogo con tutti gli altri soggetti coinvolti, ha iniziato a muovere i primi passi quasi un decennio fa ma soltanto con la spinta (indiretta ed inattesa) della recente pandemia globale si è ritrovato ad essere uno strumento – necessario ed insostituibile – ai fini della prosecuzione della vita di molte società, consentendo non soltanto la sopravvivenza ed una accettabile prosecuzione della vita dei mercati e dei sistemi giuridici ma, addirittura, determinando un efficientamento allo svolgimento delle attività lavorative, economiche, finanziarie, giuridiche, sociali di persone fisiche e giuridiche (si pensi ai risvolti che il mezzo tecnologico ha avuto sull’interfaccia tra cittadini e pubblica amministrazione, sulla amministrazione della giustizia e dei procedimenti giudiziari, ecc.) e consentendo di ipotizzare il progressivo e definitivo “abbandono” di strumenti, prassi e meccanismi obsoleti, antieconomici, lenti o, semplicemente, meno efficienti.

Nell’ultimo triennio si è, così, registrato il crescente ricorso alla raccolta e alla catalogazione di *big data*, alla loro catalogazione tramite sistemi di *data analytics*, all’utilizzo di sistemi ed algoritmi di *machine learning* e *decision making AI* ai fini dell’assunzione di decisioni o, quantomeno, dell’elaborazione di attendibili proiezioni. Si è intensificato, come visto, l’utilizzo di *blockchain* e *smart contracts* – ricomprese nell’alveo delle cd. *distributed ledgers technologies* (o *DLTs*) – quali sistemi elettivi di conservazione e registrazione di dati<sup>347</sup>.

Per giunta, alcune delle misure introdotte per necessità dalla normativa emergenziale – si pensi, ad esempio, alla regolamentazione<sup>348</sup> delle modalità telematiche per lo svolgimento dei principali eventi societari, che hanno consentito adunanze di assemblea o cda mediante piattaforme digitali e con voto a distanza – sono entrate stabilmente a far parte della quotidianità della vita delle imprese nonostante gli iniziali interrogativi, e

---

<https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1142&context=ndjicl> consultato il 24 settembre 2022.

<sup>347</sup> Tema che ricorre diffusamente in MAUGERI M., *Smart Contracts e discipline in tema di contratto-Smart contracts and contract law*, ed. bilingue, Bologna, 2021.

<sup>348</sup> Ad es. l’art. 106 del D.L. n. 18 del 17 marzo 2020 (c.d. “CuraItalia”) – sulla scia del Dpcm dell’8 marzo 2020, successivamente prorogato dall’art. 71 del D.L. n. 104 del 14 agosto 2020 che ne ha esteso l’efficacia sino al 15 ottobre 2020.

non poche perplessità, da parte di diversi autori<sup>349</sup>.

I fondi di investimento non sono rimasti estranei a queste trasformazioni, non fosse altro perché sono governati proprio da società (le SGR) che, per il settore in cui operano (la gestione degli investimenti), presentano una naturale attitudine all'utilizzo dello strumento tecnologico. Per giunta, a differenza dei fondi di investimento a vocazione puramente finanziaria che spesso si limitano a comunicare proiezioni e rendimenti, i fondi immobiliari hanno, come si vedrà più oltre, la specifica necessità di scambiare periodicamente – sia all'interno delle strutture di *management* sia nei confronti dei propri partecipanti – comunicazioni relative allo stato del portafoglio gestito, alle possibilità di conversione di alcuni *assets*, ai dati relativi a procedimenti di *development* dei progetti o *renovation* degli immobili gestiti, alle strategie di sviluppo ecc.

Tali necessità, evidentemente, rendono le nuove tecnologie il mezzo più efficiente, riservato, veloce ed immodificabile per assolvere agli obiettivi di coordinamento interno e comunicazione esterna, senza contare che la complessità delle strategie di investimento dei fondi comporta la necessità del gestore di esaminare costantemente una mole di dati e informazioni difficili senza l'utilizzo di tecnologie avanzate quali, come visto in precedenza, quelle di intelligenza artificiale.

Rinviando alle considerazioni già rese in ordine alle prospettive di creazione di fondi totalmente algoritmici e disumanizzati, in questa sede è opportuno esaminare, nel dettaglio, quali siano gli strumenti tecnologici già utilizzati (e/o di imminente utilizzazione) a servizio della *governance* di società e fondi di investimento.

a. *Raccolta ed analisi digitalizzata di informazioni. L'accessibilità a Big data e sistemi di data analytics: un nuovo presupposto per l'operatività di società e fondi comuni di investimento?*

---

<sup>349</sup> BUSANI A., *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 2020, pp. 393 ss.; MAGLIULO F., *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020, pp. 250 ss.; MORARA P.L., *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Società*, 2020, pp. 548 ss.; IRRERA M., *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di Irrera M., in *Quaderni di RES*, 2020, pp. 76 ss.; LOCCI L., *Assemblee societarie "a porte chiuse": quali indicazioni per il futuro?*, in *NGCC*, suppl. 5/2020, pp. 78 ss.

Uno dei primi aspetti su cui la tecnologia ha inciso in modo rilevante nell'ambito della *governance* di società e fondi di investimento è stato quello della raccolta e dell'analisi delle informazioni.

L'utilizzo dei cd. *big data* mediante sistemi avanzati di *data analytics* riveste, infatti, un ruolo preminente nel “balzo in avanti” che il mercato ha fatto, negli ultimi anni, in chiave tecnologica; a determinati flussi informativi si ricorre, infatti, non soltanto per lo sviluppo di modelli, prodotti e servizi futuri ma anche per elaborare complesse analisi retroattive su effetti e conseguenze di scelte assunte in passato in ambito societario (con particolar attenzione a quelle che siano risultate dannose)<sup>350</sup>.

Tali dati – che possono spaziare dall'analisi complessa degli aspetti contabili all'indagine successiva di scelte amministrative assunte dai singoli amministratori e/o dai *boards* delle società e/o delle SGR di gestione di fondi immobiliari<sup>351</sup> e vertenti sulle materie più disparate: dalla forza lavoro agli investimenti, dalle proiezioni fiscali alla *compliance* amministrativa, ecc. – potrebbero, quindi, essere utilizzati sia in ottica “interna”, come strumento di supporto alle scelte dell'organo amministrativo (come si vedrà nel successivo paragrafo), quanto in prospettiva “esterna”, come strumento di garanzia di accesso a determinate informazioni da parte di soci, quotisti, personale, analisti e, più in generale, da parte di tutti gli *stakeholders* della società o del fondo di investimento<sup>352</sup>.

Uno degli strumenti principali per tale scambio informativo è rappresentato dalla *blockchain*, come più compiuta espressione delle cd. *DLTs*, potendo garantire – come già osservato nei precedenti capitoli – certezza, trasparenza ed immodificabilità dei dati.

---

<sup>350</sup> Ne propone un'ampia panoramica MAGGIOLINO M., *I big data e il diritto antitrust*, Milano, 2018, p. 28 ss e 37 ss.

<sup>351</sup> Sul punto si veda il RAPPORTO OCSE *Blockchain Technology and Corporate Governance, Technology, Markets, Regulation and Corporate Governance*, del 6 giugno 2018, reperibile al link [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD\(2018\)1/REV1&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1&docLanguage=En) e consultato in data 28 luglio 2022.

<sup>352</sup> Sul punto si veda NUZZO A., *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell' algoritmo*, in *AGE*, fasc. 2, 2019, 573 e ss.; MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, fasc. 1, 2019, p. 253.

L'accesso a tali informazioni, certe, imm modificabili, accessibili ed elaborabili, è necessario, in ottica preventiva, per i finanziatori, gli aspiranti quotisti ed i soci di un fondo o di una società, al fine di valutare l'eventuale elargizione di finanziamenti, l'investimento nel fondo o l'ingresso nella compagine ma è, altresì, necessario per monitorare, successivamente, l'andamento sociale, la congruità delle scelte gestorie, la profittevolezza degli investimenti e la direzione delle strategie di *business* (cd. attività di *constant tracking* o *updating* dei dati) consentendo una (per quanto possibile) reale e avveduta compartecipazione alla vita della società e del fondo o, quantomeno, una completezza dell'impianto informativo sulla scorta del quale esercitare i propri diritti partecipativi o patrimoniali.

E bene, quindi, osservarne alcuni esempi concreti.

L'attività analitico-informativa, spesso più complessa di quanto è dato pensare, prende il nome di *corporate* (o *fund*) *reporting* e si estrinseca, in primo luogo, nell'elaborazione e nell'esame di dati di carattere contabile.

A seguito dell'introduzione dello *European Single Electronic Format* (meglio noto come ESEF), che prescrive, uno specifico formato di redazione dei documenti al fine di consentire una lettura ed uno scambio armonizzato tanto delle informative finanziarie che di quelle non finanziarie, si è inteso armonizzare la modalità di redazione di tale documentazione, al fine di facilitare lo scambio informativo.

La cd. *Direttiva Transparency* (Dir. 2004/109/CE) aveva originariamente fissato al 2021 (sulle relazioni finanziarie annuali relative al 2020) il termine entro cui tutte le società quotate europee avrebbero dovuto adottare il nuovo formato elettronico unico<sup>353</sup>. Gli eventi pandemici hanno portato il Legislatore europeo, seguito da quello italiano (in particolare con l'art. 3 comma 11-*sexies* del cd. Decreto Milleproroghe, D.L. 183/2020 successivamente convertito in legge) a prorogare di un anno l'entrata in vigore della prescrizione.

All'evidenza l'utilizzo di un'unica modalità di predisposizione delle

---

<sup>353</sup> MARRONI L., *Verso un'evoluzione hi-tech della corporate governance*, in *Amministrazione & Finanza* n. 6/2022, p.53 osserva che, in realtà, l'ESEF si presenta come non già come un formato di deposito della relazione, bensì una modalità per redigere le relazioni finanziarie annuali che devono essere create in formato digitale fin dall'origine in XHTML per tutti quegli emittenti di valori mobiliari, anche ove non depositino bilanci consolidati.

relazioni finanziarie e della documentazione contabile consentirà una più agevole analisi anche in chiave predittiva, da parte di algoritmi di IA, che potranno più agevolmente sviluppare proiezioni e scelte strategiche<sup>354</sup>.

Con specifico riferimento ai fondi di investimento si pensi alle potenzialità di trasferire, ad esempio, su piattaforma *blockchain* la documentazione essenziale che deve essere obbligatoriamente e preventivamente consegnata al sottoscrittore come, ad esempio, il cd. KIID (*Key Investor Information Document*)<sup>355</sup>.

Come noto il KIID contiene specifica indicazione delle finalità e della politica di investimento del fondo oltre che le principali tipologie di attività ed *assets* in cui il fondo investe con particolare riguardo, se rilevante, all'area geografica o settoriale di riferimento.

Nell'ambito del KIID deve essere dettagliatamente ed opportunamente indicato il profilo di rischio-rendimento di ciascun fondo, classificato con un indicatore sintetico di rischio che va da 1 (minimo rischio) a 7 (massimo rischio) oltre che i costi e le commissioni di sottoscrizione e/o di rimborso, le commissioni di gestione e l'eventuale commissione di *performance*. Le commissioni sono fondamentali da conoscere per il sottoscrittore potendo erodere in maniera significativa il rendimento del fondo e, soprattutto, potendo facilmente essere confuse o non comprese (esistendo molte formule alternative di costi e commissioni quali, ad esempio, le commissioni di rimborso in luogo di quelle di sottoscrizione). Nell'ambito del KIID dovrebbero, inoltre, essere riportati con puntualità e precisione i rendimenti conseguiti, da ogni singolo fondo, negli ultimi 10 anni. Per quanto la finalità sia quella di fornire al potenziale sottoscrittore un quadro chiaro circa le pregresse *performances* del fondo, è evidente che evoluti strumenti di IA ben potrebbero prefigurare le prospettive di futuro rendimento che il fondo dovrebbe essere in grado di generare. Ed ecco che, già sotto questo profilo, emerge la delicatezza del confine tra informativa (per quanto dettagliata, composita ma elaborata in ottica *user*

---

<sup>354</sup> Sono di questo avviso MONTAGNANI M.L. – PASSADOR M.L., *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. Soc.* n. 1/2021, pp. 121 e ss.

<sup>355</sup> Una presentazione della documentazione e degli obblighi informativi in ambito di fondi di investimento è reperibile sul sito di CONSOB al link <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>.

*friendly*) e predizione, che rappresenta uno dei temi più delicati (e, come si vedrà, vigilati) di tutto il nostro sistema.

Accanto alle informazioni generalmente riportate nel KIID, le *EDTs* ben potrebbero essere utilizzate per rendere fruibile (oltre che imm modificabile) la grande mole di informazioni che il sottoscrittore/risparmiatore dovrebbe poter avere costantemente a disposizione per maturare le proprie decisioni ed esercitare i propri diritti.

Sarebbe opportuno, quindi, aggiornare costantemente il valore della quota, oggi pubblicato sui principali quotidiani e su internet o comunicare eventuali modificazioni alle caratteristiche più importanti del fondo, (che, per giunta, dovrebbero essere comunicate singolarmente a ciascun partecipante) quali l'identità del gestore, le variazioni della politica di investimento e gli eventuali aumenti dei costi superiori al 20%.

E proprio il dato relativo all'aumento dei costi, apparentemente poco significativo per i fondi di investimento a vocazione esclusivamente finanziaria, è risultato di recente (tristemente) basilare per i fondi operanti nel comparto immobiliare, in cui le prospettive ed i *business plans* elaborati su attività di *development* e sviluppo di progetti di nuova edificazione sono stati letteralmente stravolti dalla recente "bolla dei prezzi" che ha comportato la crescita smisurata dei prezzi delle materie prime e della forza lavoro a causa, oltre che alle misure di rilancio dell'edilizia varate dallo stato italiano (e da molti altri paesi europei quali Germania, Francia e Regno Unito), dall'inattesa *escalation* del conflitto Russo - Ucraino<sup>356</sup>.

Lo strumento tecnologico consentirebbe, inoltre, di ricevere una migliore informativa sul rendimento del fondo e sul *benchmark* di riferimento (da inviarsi al risparmiatore entro il mese di febbraio di ciascun anno) oltre che la documentazione contabile comprensiva di rendiconto annuale e relazione semestrale al fine di rendere la situazione patrimoniale e reddituale aggiornata del fondo.

Anche soltanto dagli esempi menzionati, appare evidente che ci troviamo in un'era in cui la società, come pure il fondo di investimento, appaiono

---

<sup>356</sup><https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/05/19/cantieri-110-costruzioni/>;  
[https://www.lastampa.it/economia/2022/02/14/news/superbonus\\_massimali\\_aumentati\\_del\\_20\\_per\\_costi\\_materie\\_prime\\_e\\_inflazione-2855449/](https://www.lastampa.it/economia/2022/02/14/news/superbonus_massimali_aumentati_del_20_per_costi_materie_prime_e_inflazione-2855449/).

*iper datificati*<sup>357</sup>, a seconda dei casi rivestendo il ruolo di creatori o accettori di importanti quantità di dati. In questa ottica, quindi, anche il mercato risente della complessità di un sistema informativo, come quello attuale, che rende difficile individuare un unico livello di informazione a fronte di una (naturale) asimmetria di capacità di analisi dei dati tra investitori non professionali e professionali (che non sono immuni, a propria volta, da criticità nell'analisi di enormi quantità di dati).

All'evidenza, in ottica eminentemente informativa, la tecnologia ed i nuovi algoritmi di *machine learning* e strumenti di *data analytics* consentono di ridurre la complessità del sistema, traendo informazioni razionalizzate, intellegibili e, all'occorrenza, predittive (ad es. *cluster*, *pattern* rilevanti, ecc.) da quantità di dati altrimenti difficilmente consultabili e, a tal fine, si sono via via affermate pratiche di *data pooling* e *information sharing* sempre più evolute<sup>358</sup>.

*b. L'uso della tecnologia come strumento di supporto o guida all'azione degli amministratori e l'individuazione di corretti assetti organizzativi, amministrativi e contabili nell'era digitale.*

Valutato preliminarmente il ruolo dell'informazione ed il peso dello strumento tecnologico di raccolta, analisi, elaborazione ed utilizzo delle informazioni<sup>359</sup>, appare opportuno, se non necessario, cercare di comprendere come le *EDTs* possano (contribuire a) delineare gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili interni alla società e al fondo d'investimento, incidere sull'operato e sull'attività gestoria individuale e collegiale degli amministratori e, infine, in quali campi possano trovare effettiva applicazione e puntuali utilizzi.

\*

In primo luogo, è necessario domandarsi se ed in quale misura lo strumento tecnologico possa o debba influenzare i gestori dell'impresa o

---

<sup>357</sup> Utilizza il concetto di *datificazione* BERLINGÒ V., *Il fenomeno della datification e la sua giuridicizzazione*, in *Riv. Trim. Dir. Pub.*, 2017, pp. 641 e ss.

<sup>358</sup> Una completa disamina del fenomeno è efficacemente fornita da NUZZO A., *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, *op.cit.*, 596 e ss.

<sup>359</sup> con riserva di tornare sugli aspetti inerenti alla trasmissione dei flussi informativi sia in ottica di contenuti e modalità che in ottica di compliance e vigilanza.

del fondo nella scelta degli assetti organizzativi ed amministrativi più adeguati.

Sul punto, pare non revocabile in dubbio la circostanza secondo cui, se da un lato la mole di informazioni rese disponibili e/o create dai nuovi strumenti tecnologici di analisi ed elaborazione (come nel caso dei cd. *metadati* o in conseguenza dell'elaborazione mediante algoritmi predittivi di IA) impone a società e fondi di adottare assetti organizzativi sempre più adeguati, dall'altro è l'esistenza stessa di queste *EDTs* ad imporre l'adozione di strutture societarie e di *governance* "automation-oriented". In una sorta di sistema di vasi comunicanti in cui la presenza sempre più pervasiva della tecnologia nei meccanismi di analisi dei dati, ad un certo momento diventa essa stessa aspetto, rischio o peculiarità da "opportunamente organizzare ed amministrare"<sup>360</sup>, l'intelligenza artificiale diventa, necessariamente, un aspetto da considerare. E, per certi aspetti, controllare.

Le caratteristiche dei sistemi tecnologicamente avanzati, ed in particolare dell'intelligenza artificiale, per le loro caratteristiche di analisi avanzata ed autoapprendimento sono spesso difficilmente "controllabili" e connotate da un (ineliminabile) certo grado di "opacità"<sup>361</sup>. La deriva più estrema del sistema sarebbe rappresentata dalla trasformazione dei sistemi tecnologici in vere e proprie "black boxes", mediante sistemi di *deep learning*<sup>362</sup> (mutuando l'aggettivo comunemente utilizzato per il *web*), che impedirebbero all'uomo non soltanto di controllare ma anche di comprendere i risultati, o *outputs*, dei processi seguiti<sup>363</sup>.

---

<sup>360</sup> SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità, Parte prima*, in NGCC n. 3/2022, pp. 712 e ss.

<sup>361</sup> Come efficacemente osservato da alcuni autori. Su tutti MONTAGNANI M.L., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato* n. 2/2020, p. 100; NUZZO A., *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, op.cit.;

<sup>362</sup> MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, op. cit., 255.

<sup>363</sup> BATHAEE Y., *The Artificial Intelligence Black Box and the Failure of Intent And Causation*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2018, vol. 31, 2018, p. 889 ss.; COMANDÈ G., *Intelligenza artificiale e responsabilità tra «liability» e «accountability»*. *Il carattere trasformativo dell'IA e il problema della responsabilità*, in *AGE*, 2019, p. 169 ss., NISSEMBAUM H., *Accountability in a Computerized Society*, in *Science and Engineering Ethics*, 1996, vol. 2, p. 26 e ss.; DE LAAT P.B., *Algorithmic Decision-Making Based on Machine Learning from Big Data: Can Transparency Restore Accountability?*, in *Phil. & Tech.*, 2018, vol. 31, p. 525 ss., spec. a p. 526).



L'individuazione di corretti assetti amministrativi ed organizzativi è fondamentale ai fini del mantenimento del controllo della società o della SGR sull'IA non soltanto in una fase iniziale ma anche, e soprattutto, durante l'operatività. E', infatti, necessario che i gestori siano sempre in grado di rendersi conto di eventuali *bias* errori degli algoritmi intelligenti e di intervenire, correggendoli, al fine di evitare responsabilità, come si vedrà, anche molto importanti.

Alcuni autori<sup>364</sup>, intravedendo nel ricorso agli strumenti tecnologici una “chiave di volta” della nuova organizzazione societaria<sup>365</sup> e partendo dal generale dovere dell'imprenditore (e, come si vedrà, gli amministratori nell'impresa societaria), di istituire ed adottare un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa ex art. 2086 c.c., si sono posti il dubbio se l'autonomia privata possa spingersi al punto di rendere obbligatorio il ricorso all'IA nell'ambito dei propri assetti di *governance*.

E' bene fare un passo indietro.

Come noto, ai sensi dell'art. 2381 c.c., è l'organo gestorio, nella sua interezza, a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (c.3) mentre sono gli amministratori delegati che curano tali assetti e ne controllano l'adeguatezza alla natura e alle dimensioni dell'impresa, riferendone al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale (c. 5); collegio sindacale (*rectius* organo di controllo) che vigila su tali assetti (art. 2403 c.c.).

Lo stesso art. 2381 c.c., al comma 6, individua il paradigma generale di comportamento del buon amministratore secondo cui gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato potendo sempre chiedere agli organi delegati ulteriori informazioni.

---

<sup>364</sup> Su tutti SANDEI C., *op.cit.*, p. 702.

<sup>365</sup> Si pensi soltanto agli elementi di contatto che l'art. 2086 c.c. introduce con la nuova disciplina introdotta dal CCII in ordine alla tempestiva rilevazione della crisi (individuabile nel secondo comma della normativa codicistica, introdotto dal D.Lgs. del 12 gennaio 2019 n. 14) e la “cerniera” ben potrebbe – e, anzi, secondo alcuni dovrebbe – essere rappresentata da strumenti automatizzati di rilevazione di elementi idonei a far scattare le procedure di allerta, necessari ai fini di una tanto rapida quanto efficace adozione degli opportuni strumenti e provvedimenti. In tale prospettiva, la “automazione” dei protocolli di allerta sarebbe ben più facilitata laddove gli strumenti di analisi dei dati contabili, patrimoniali e finanziari riuscissero ad “interloquire” ed “interfacciarsi” tra loro utilizzando, ad esempio, medesimi formati.

Senza necessità, in questa sede, di soffermarsi sugli aspetti generali relativi al rapporto tra deleganti e delegati, è opportuno comprendere, ai fini che qui constano, in che modo la tecnologia possa influenzare, se non propriamente determinare, l'individuazione di tali assetti nella società e/o nel gestore del fondo.

Per quanto attiene agli amministratori senza deleghe, appare opportuno che – in ossequio alle proprie prerogative – gli stessi siano messi in condizione di valutare compiutamente anche tutto ciò che attiene ai sistemi di informazione ed IA utilizzati dagli amministratori e quale ruolo tali sistemi abbiano avuto nella definizione della strategia complessiva. All'evidenza, inoltre, ove l'informativa ricevuta dai delegati non sia soddisfacente, sarà onere e cura dell'amministratore senza deleghe attivarsi, ai sensi del c. 6 dell'art. 2381 c.c., per ottenerne.

Peraltro, gli autori si dividono tra coloro che ritengono che il ricorso dell'amministratore agli strumenti di IA vada, in qualche modo, palesato e coloro che, invece, non ritengono necessaria una simile *disclosure*.

I primi<sup>366</sup> ritengono che, laddove l'amministratore ricorra a sistemi di IA avanzata (cd. *Decision Making AI*) il ricorso allo strumento digitale vada reso *tracciabile e ricostruibile* non soltanto sulla scorta di quanto disposto dall'art. 2392 c. 1 c.c. con particolare riferimento alle "specifiche competenze" che andrebbero, per l'effetto, opportunamente palesate ma anche sulla base di argomenti sistematici atteso che il nostro ordinamento – seppur con riferimento ad altre tipologie di decisioni sociali – ne imporrebbe la puntuale *disclosure* in punto di motivazione, ragioni, interessi e prospettive con parallelismi sia con la disciplina della direzione e coordinamento (in particolare con l'art. 2497 *ter* c.c.) ove impone alle società eterodirette di motivare puntualmente ed analiticamente le proprie decisioni, menzionando gli interessi e le ragioni coinvolte, sia con la disciplina del conflitto di interessi laddove, ai sensi dell'art. 2391 c.c., le deliberazioni assunte dall'amministratore in conflitto debbono recare indicazione puntuale delle motivazioni e dei profili di per la società dell'operazione.

---

<sup>366</sup> Tra gli altri MOSCO G.D., *op. cit.*, p. 257 oltre che MOSCO G.D. – LOPREIATO S., *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. Soc.* n. 1/2019, pp. 117 e ss.

I secondi<sup>367</sup>, che non ne invocano la necessarietà, ritengono la tracciabilità del ricorso al mezzo digitale opportuna sul piano della responsabilità degli agenti, in particolare nell'ottica dell'applicazione della *business judgment rule*<sup>368</sup> e della fruibilità della relativa protezione. Il delegato, però, nel fornire le adeguate informazioni al consiglio circa l'utilizzo dello strumento tecnologico, non dovrà limitarsi a fare menzione dell'IA ma dovrà comunicare (sforzandosi di rendere quanto più intellegibile e comprensibile possibile) le ragioni della scelta di un determinato sistema rispetto ad un altro, le caratteristiche intrinseche del sistema utilizzato, il relativo grado di trasparenza, gli *standards* qualitativi e le coperture assicurative e, più in generale, gli obiettivi perseguiti tramite il sistema adottato<sup>369</sup>.

Se le opinioni divergono, quindi, tra la opportunità e la necessità che il ricorso all'IA sia opportunamente palesato e motivato, tutti concordano sulla circostanza che, in punto di responsabilità, la menzione o meno dei meccanismi decisionali opportunamente supportati dalla tecnologia non valga a deresponsabilizzare gli amministratori ai quali la decisione e le relative conseguenze restano, e debbono restare, esclusivamente ascrivibili.

Nell'ambito, quindi, di un uso *accountable* (valutabile) degli strumenti di IA, l'organo gestorio viene responsabilizzato sia in punto di scelta dei sistemi, sia in punto di flusso informativo e corretta rappresentazione di tali sistemi.

\*

---

<sup>367</sup> SANDEI C., *Intelligenza artificiale e funzionamento degli organi sociali*, in *Riv. Dir. Civ.* 4/2022, p. 706.

<sup>368</sup> Sul tema, tra i tanti importanti contributi si vedano MONTALENTI P.- RIGANTI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 775 ss.; CESIANO D., *L'applicazione della "Business Judgement Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 941 ss.; e da ultimo, URBANI F., *Responsabilità degli amministratori e business judgment rule "all'italiana"*, in *Rassegna critica della giurisprudenza dell'ultimo biennio e spunti di riflessione sulla "procedimentalizzazione" dell'attività gestoria*, 30 aprile 2019, <https://ssrn.com/abstract>; FORTUNATO S., *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgement Rule*, in *Giur. Comm.*, 2021, II, p. 1381 e ss.

<sup>369</sup> MONTAGNANI M.L., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, *op. cit.*, p. 102, che richiama sul tema alcuni spunti ritratti da MARCHEGIANI L., *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018 e SCANO A.D., *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018.

Le imprese di maggiori dimensioni<sup>370</sup> (nel rispetto del principio di proporzionalità che deve sempre assistere tali scelte) hanno optato per istituire, al proprio interno, veri e propri comitati *tech*, attualmente diffusi per il *monitoring* delle problematiche di *cybersicurezza*, ma che potrebbero essere utilizzati per la selezione ed il controllo circa l'adeguatezza di strumenti di IA.

Sembrerebbe opportuno che, viste le delicate funzioni attribuite a questi comitati (al pari di quanto avviene per il controllo delle policy in materia di protezione dei dati), gli stessi comitati siano istituiti in seno all'organo collegiale e siano composti da (quantomeno la maggioranza di) membri indipendenti, dotati di apposite e specifiche *skills*. In questo modo, in ragione del ruolo che l'art. 2392 c.c. attribuisce alle specifiche competenze di alcuni membri e/o dell'attribuzione di «*funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori*», si potrebbe configurare una (ragionevole) mitigazione (ma mai l'eliminazione<sup>371</sup>) del regime di responsabilità solidale su tali tematiche in capo all'intero consesso purché risulti sufficientemente procedimentalizzata l'adozione delle decisioni finali con una effettiva valorizzazione del ruolo di un simile comitato<sup>372</sup>.

I fondi immobiliari, sotto questi profili, potrebbero da un lato fruire di simili articolazioni istituite in seno agli organi gestori delle proprie SGR ma, dall'altro, introdurre all'interno delle proprie strutture operative figure e funzioni in grado di appropiare le nuove sfide dell'IA e dell'analisi informatizzata e digitalizzata di *big data*, nel rispetto degli assetti di *governance*, delle prerogative e del flusso informativo già ampiamente disciplinato in seno a queste strutture.

Non sono rari i casi di fondi che hanno già introdotto la figura dell'*algorithm officer*, cui viene generalmente affidato il compito di valutare la trasparenza e la correttezza degli algoritmi utilizzati per le

---

<sup>370</sup> MONTAGNANI M.L., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, op. cit., p. 102 riporta i casi di Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, Options Clearing Corporation, Nokia, Hewlett Packard, ecc.

<sup>371</sup> Tra le molte opinioni sul punto si registrano, in termini permissivi di un'attenuazione ma mai di esclusione della responsabilità, BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, p.2; CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, p. 284.

<sup>372</sup> Sul punto TOMBARI U., *Il controllo interno dell'organo amministrativo*, in *Corporate Governance e "sistema di controlli"*, Torino, 2018, pp. 28 e ss.

(ancora iniziali) scelte decisionali autonome<sup>373</sup>.

Fa riferimento a queste articolazioni la European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) l'obiettivo del cui *Technology Committee* viene indicato nel modo seguente :«*To further develop INREV's position on technology in the non-listed real estate industry. Drive the industry forward by investigating the current and future challenges and opportunities for the non-listed real estate industry. Foster a dialogue between investors, advisors, specialists, and fund managers to increase knowledge and market transparency. The committee will investigate what current technologies are available, how are they used, and what their implications are for the industry*»<sup>374</sup>.

\*

Uno terreni più scivolosi dell'indagine che ci occupa è sicuramente quello della valutazione dei limiti e dei margini dell'utilizzo delle nuove tecnologie a supporto (o alla base) delle decisioni dei singoli amministratori.

Se è vero, come è vero, che «*l'intelligenza artificiale può aiutare gli amministratori a tracciare le scelte strategiche (per es. di allocazione del capitale, di investimenti in ricerca e sviluppo, di utilizzazione e motivazione delle risorse umane), avvertendoli se le scelte fatte si stanno rivelando errate o insufficienti nel confronto con i principali concorrenti (...) o se non si stanno centrando gli obiettivi del proprio piano di sviluppo*»<sup>375</sup> è opportuno chiedersi quali siano i limiti di tale supporto tecnologico all'uomo e fino a che punto, anche sotto il profilo giuridico, dal supporto possa passarsi alla sostituzione, ad esempio, in seno all'organo amministrativo di una società di gestione del risparmio.

Per certi aspetti vale quanto già osservato in precedenza con riferimento alle ipotesi di configurabilità di una *self-driving entity*: l'impossibilità,

---

<sup>373</sup> Accenna a queste figure THIBAUT C., *Why your company needs a Chief Algorithm Officer*, 26 settembre 2018, <https://jaxenter.com/big-data-chief-algorithm-officer-149602.html>.

<sup>374</sup> Reperibile al link <https://www.inrev.org/committees/technology-innovation> consultato in data 20 settembre 2022.

<sup>375</sup> MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in AGE, fasc. 1, 2019, p. 254 che sul punto richiama ELSE S.R.-PILEGGI F.G.X., *Corporate Directors must consider impact of Artificial Intelligence for Effective Corporate Governance*, consultabile al link <https://businesslawtoday.org/2019/02/corporate-directors-must-consider-impact-artificial-intelligence-effective-corporate-governance/> consultato in data 20 ottobre 2022.

allo stato, di attribuire piena soggettività giuridica ad un algoritmo – con tutto ciò che si è osservato anche in termini di rappresentanza – oltre che di attribuirgli un impianto di responsabilità autonomo e completo, sembrano precludere la possibilità di individuare un vero e proprio membro di un *board* robotizzato<sup>376</sup>.

All'evidenza, lo stesso discorso può essere fatto circa la, pur da alcuni<sup>377</sup> ipotizzata, attribuzione di deleghe agli algoritmi di IA: l'attribuzione di deleghe, al pari del riconoscimento dello *status* di amministratore, presuppone una piena soggettività ed una piena imputabilità di responsabilità sugli atti delegati, che allo stato, non risulta attribuibile *sic et simpliciter* agli algoritmi.

Discorso diverso è quello relativo allo strumento tecnologico come sostanziale supporto all'attività amministrativa e alla formazione della volontà dell'amministratore (ma anche del socio o del sottoscrittore), impiego che, oltre che essere, possibile appare, per certi aspetti e con alcune precisazioni, auspicabile ed implementabile.

L'IA, quindi, ben lungi dal poter assumere – per tutte le ragioni esaminate – lo *status* di amministratore o delegato al compimento di determinate funzioni, resta, nello scenario attuale, un (avanzatissimo) strumento di supporto a carattere computazionale e decisionale (cd. *super-tool*) ma mai sostitutivo dell'umano. In tale ottica lo strumento dell'IA sembra più assimilabile ad un “consulente” esterno<sup>378</sup>, i cui pareri e supporti ben possono essere raccolti, ma mai sovvertendo l'assetto di responsabilità sulle decisioni che permane in capo al gestore.

---

<sup>376</sup> Appaiono, per vero, poco congruenti le possibilità pur avanzate da alcuni autori riguardo alla possibilità di *bypassare* le criticità mediante la «nomina “indiretta” dello stesso algoritmo ad amministratore attraverso la nomina nel consiglio di amministrazione di una società specializzata in strumenti e servizi basati sull'intelligenza artificiale» MARRONI L., *op. cit.*, p. 55, vista la ontologica differenza tra algoritmo e società produttrice e, soprattutto, la possibilità che, una volta nominata la società, l'algoritmo in questione possa essere sostituito, modificato o, addirittura, dismesso dalla stessa società che, non da ultimo, avrebbe al suo interno le stesse limitazioni a doversi considerare vincolata acriticamente alle risultanze dell'algoritmo le quali potrebbero, per ipotesi, esporla anche a profili di responsabilità. Anche l'autore deve, infatti, riconoscere che l'imputabilità della decisione o dell'atto spetti «“tradizionalmente” alla persona giuridica tramite il suo rappresentante»: elemento che, quindi, non sembrerebbe spostare i termini della questione.

<sup>377</sup> Su tutti MÖSLEIN F., *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, 2017, reperibile su [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3037403](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3037403) consultato in data 20 novembre 2022.

<sup>378</sup> MARCHETTI P., *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in *Scritti in ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020.

Esaminato il tenore dell'art. 2381 c. 6 c.c. da cui si ricava il dovere generale per gli amministratori di agire in modo informato, non vi è dubbio che al singolo amministratore sia assolutamente consentito ricorrere a tecnologie avanzate per poter formare il proprio convincimento<sup>379</sup> atteso che gli strumenti tecnologici consentono l'accesso a (e l'elaborazione di) informazioni altrimenti difficilmente raggiungibile.

Come visto, nessun dubbio sembra serbarsi in ordine alla facoltà dei delegati e dei gestori di ricorrere a sistemi di IA tecnologicamente avanzati ai fini della raccolta di informazioni strumentali al proprio convincimento, cui sono tenuti (ma anche su questo si registrano opinioni dissenzienti<sup>380</sup>) ove la propria attività gestoria, i processi decisionali e/o lo sviluppo della strategia lo rendano opportuno in quanto il mancato utilizzo, in condizioni che lo avrebbero invece richiesto, sembrerebbe esporre l'amministratore al rischio di contestazione del proprio dovere di curare adeguatamente gli assetti organizzativi esponendolo al rischio di azioni di responsabilità.

Di contro, più di qualche autore<sup>381</sup> si è interrogato sulla possibilità che gli assetti interni della società possano rendere obbligatorio e cogente per gli amministratori il ricorso a strumenti di IA e nuove tecnologie di analisi del dato o se possano vincolare i soci ad adeguarsi a deliberazioni assembleari assunte in conformità di risultanze ed indicazioni ottenute mediante sistemi di IA.

In linea di principio, alcuni ammettono che, in assenza (allo stato) di un obbligo legale di coinvolgimento di algoritmi e nuove tecnologie nelle decisioni da assumere possa sopperirvi un obbligo *convenzionalmente* introdotto in sede statutaria e/o di regolamenti interni all'organo deputato alla decisione. *Nulla quaestio* sull'introduzione di un procedimento decisionale *automation oriented* ma, più di qualche criticità sembra permanere in ordine all'obbligo dell'organo e/o dei soci di conformarsi al

---

<sup>379</sup> BANKEWITZ M.-ÅBERG C.-TEUCHERT C., *Digitalization and Board of Directors: A new era of corporate governance?*, in *Business and Management Research* vol. 5 (2), 2016, p. 61.

<sup>380</sup> Utilizza, efficacemente, l'espressione di obbligo "aperto", con riferimento a quanto previsto dall'art. 2381 c.c., IRRERA M., *Assetti rganizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, p. 241.

<sup>381</sup> SANDEI C., *op. cit.*, 705.

risultato dell'adozione della decisione.

Per vero maggiori margini sembrano sussistere in capo ai soci, relegando l'eventuale obbligo ad una pattuizione parasociale (al pari di molte altre manifestazioni di voto "vincolate" da simili pattuizioni) e non già a livello statutario perché in tal caso ci sarebbe il rischio di scorgervi una sorta di delega a deliberare in luogo dei soci.

Di contro, in capo agli amministratori – stante l'assorbente della diligenza richiesta ed il carattere personale della responsabilità nelle decisioni assunte – l'obbligo di uniformarsi alle decisioni della macchina non sembra poter essere ammesso in nessun modo, nemmeno in termini di necessità di "autorizzazione".

Come detto, quindi, molti sono i rivoli e le modalità con cui lo strumento tecnologico potrebbe validamente supportare l'organo gestorio, come pure trasversali e disparati sono gli "ambiti di supporto" ed i benefici ritraibili dal coinvolgimento delle nuove tecnologie.

In tale ottica, l'IA ben può essere utilizzata all'interno degli organi gestori quale vero e proprio "assistente" o "dipendente virtuale" al fine di tracciare tempi e produttività aziendali, in particolare con riferimento al controllo della filiera o *supply-chain*, delle strategie di *marketing* (con meccanismi avanzatissimi di analisi dei tassi di "conversione" del *marketing* mirato in effettivi acquisti dei prodotti e servizi sponsorizzati o, addirittura, di profilazione dei destinatari di campagne di *marketing*), delle risorse umane (con profilazione della produttività delle risorse aziendali e selezione automatizzata dei profili di risorse ritenute idonee), ecc.

Ed infatti uno dei primi settori in cui la tecnologia e l'IA potrebbero essere fruttuosamente utilizzate è quello delle risorse umane e, in particolare, della selezione del personale ma anche di membri dell'organo gestorio in caso di cooptazione. L'algoritmo avrebbe, infatti, la capacità di analizzare un numero elevato di profili di potenziali candidati, selezionandone alcuni secondo *skills* o caratteristiche ben definite o, ad esempio, ricavarne "intelligentemente" proiezioni sui possibili orientamenti e scelte dell'aspirante amministratore, fornendo all'assemblea una rosa di soggetti in linea con i desiderata propri della



maggioranza (o della minoranza nell'ipotesi in cui, ad esempio, l'amministratore debba essere espressione di una minoranza) o, diversamente, abbia i richiesti requisiti di indipendenza e terzietà.

\*

In definitiva, quindi, uno dei più tangibili vantaggi che le nuove tecnologie di raccolta, selezione, analisi ed elaborazione “intelligente” ed automatizzata di dati e informazioni –(sempre usate in funzione di supporto e mai di sostituzione degli organi gestori) hanno apportato alle società e ai fondi risiede nell'aver in parte “ridisegnato” ruolo dei sottoscrittori, dei soci e soprattutto dei componenti non esecutivi, fino ad oggi concentrati a seguire – con i limiti dell'analisi “umana” – grandi quantità di dati (cd. *monitoring board*) perdendo spesso di vista le prospettive e le scelte di *business* operate dagli esecutivi<sup>382</sup>. Sotto questo profilo, ai fini della trasmissione delle informazioni la *blockchain* potrebbe giocare (ed in effetti ha iniziato a giocare) un ruolo determinante e la conoscenza “avanzata” (analizzata dall'IA e “disintermediata” dalla *blockchain*) potrebbe stimolare e vivacizzare una reale dialettica tanto in seno all'organo amministrativo<sup>383</sup> (in cui spesso si registra un fenomeno di “accodamento”) quanto in seno all'organo assembleare, o all'assemblea dei sottoscrittori del fondo, in cui, per definizione, le minoranze restano spesso “razionalmente apatiche”<sup>384</sup> in quanto disinteressate o non informate a pieno.

### c. Meccanismi decisionali e funzionamento digitalizzato degli organi

---

<sup>382</sup> In tal senso PUGH W., *Why not appoint analgorithm to your corporate board?*, in *Future Tense*, 2019, reperibile al link <https://slate.com/technology/2019/03/artificial-intelligence-corporate-board-algorithm.html> consultato in data 20 ottobre 2022; PETRIN M., *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review* n. 3/2019, reperibile al link <https://journals.library.columbia.edu/index.php/CBLR/article/view/5118> consultato in data 20 ottobre 2022.

<sup>383</sup> Come mettono bene in luce, in prospettiva extranazionale ma con meccanismi assolutamente identici a quelli che si registrano nel nostro ordinamento, BRUNER C.M., *Distributed Ledgers, Artificial Intelligence and the Purpose of The Corporation*, in *Cambridge Law Journal* 79 (3), 2020, pp. 431 e ss.; CARPENTER M.-POON S.H., *Lessons learned from AI Prototype designed for Corporate AGM Voting Decisions*, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3244160>; S.

<sup>384</sup> Il fenomeno dell'apatia razionale delle minoranze è stato ampiamente eviscerato in dottrina. Su tutti diffusamente NUZZO A., *L' abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003; CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Revista Electronica de Direito*, n. 1/2015, p. 6, reperibile al link [https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2\\_664.pdf](https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2_664.pdf) consultato in data 20 ottobre 2022.

*collegiali della società e dei fondi di investimento. Voto a distanza, supporti informativi dell'IA e "Robovoting".*

Affrontate le dinamiche dell'influenza delle nuove tecnologie e degli algoritmi di IA sulle determinazioni di voto in seno agli organi amministrativi e toccata la tematica anche con riferimento ai soci (e ai sottoscrittori), pare il caso di esaminare in quale misura l'IA e le nuove tecnologie possano materialmente incidere sulle procedure di voto in seno agli organi.

In primo luogo è bene prendere le mosse dalle modalità di svolgimento delle sedute degli organi sociali collegiali tra cui, *in primis*, l'assemblea.

Come noto, a seguito della più volte citata emergenza epidemiologica, sono state varate norme che sono intervenute, tra gli altri aspetti, sulle modalità di svolgimento delle assemblee non più da tenersi necessariamente in un luogo fisico<sup>385</sup>. A tal fine è stato chiarito, anche sulla scorta dell'intervento del Collegio Notarile di Milano, che tutti i partecipanti dell'assemblea (incluso il Presidente) possano intervenire da luoghi differenti ed in modalità "remota" essendo prescritta la presenza nel luogo designato per il consesso del solo notaio e/o del solo segretario verbalizzante e le persone, ove diverse, incaricate dell'accertamento e del conteggio degli intervenuti, delineandosi, in definitiva, i contorni di una vera e propria "assemblea virtuale"<sup>386</sup>.

Nell'ambito dei surrichiamati interventi di modifica è stata altresì introdotta la facoltà di espressione di voto mediante consultazione scritta o con consenso espresso per iscritto.

In tale ottica, recentemente, l'OCSE ha sottolineato il potenziale della *blockchain* al fine di migliorare la trasparenza del processo di voto per procura<sup>387</sup> e, in effetti, questo tipo di tecnologie, per le intrinseche caratteristiche di immodificabilità, ben si attagliano sia al conferimento di

---

<sup>385</sup> MONTAGNANI M., *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *R. Soc.*, 2020, pp. 121-151.

<sup>386</sup> MARRONI L., *Verso un'evoluzione hi-tech della corporate governance*, in *Amministrazione & Finanza* n. 6/2022, p.54.

<sup>387</sup> OCSE, *The Policy Environment for Blockchain Innovation and Adoption, 2019 OECD Global Blockchain Policy Forum Summary Report*, 2019, p. 19, [www.oecd.org/finance/2019-OECD-Global-Blockchain-Policy-Forum-Summary-Report.pdf](http://www.oecd.org/finance/2019-OECD-Global-Blockchain-Policy-Forum-Summary-Report.pdf).

procure di voto sia, soprattutto, per l'indicazione (non modificabile) delle indicazioni di voto.

In effetti, a ben vedere, la *blockchain* sembra uno degli strumenti più efficaci dell'era moderna per stimolare, da un lato lo scambio disintermediato di informazioni e dall'altro rappresentare un valido strumento di governo delle politiche di voto.

Esaminati, quindi, i profili inerenti all'intervento dei partecipanti alle assemblee (come pure ai consigli di amministrazione) è opportuno fare un cenno alla innovazione tecnologica che, sempre più di frequente, “entra” nei consessi per agevolare lo svolgimento dei relativi lavori rendendo spedite e snelle le interlocuzioni tra i membri e/o gli interventi da parte di terzi soggetti opportunamente convocati, rendono tracciati tutti i passaggi delle riunioni consentendone (ove permesso) la registrazione. In particolare si sono recentemente sviluppati *board management software*<sup>388</sup> che fanno uso di sistemi di intelligenza artificiale anche, ad esempio, al fine di suggerire soluzioni in ordine ad alcune scelte da assumere sulla scorta delle pregresse deliberazioni.

Per quanto si sia ampiamente dissertato sulla ammissibilità o meno, per i soci (o per i sottoscrittori del fondo) di fare ricorso a sistemi di IA per l'individuazione delle strategie di voto cogliendosi, talora, alcuni margini di ammissibilità (ad esempio ove il ricorso a tali strumenti sia oggetto di pattuizioni parasociali), alcuni dubbi restano, in via generale, all'introduzione di veri e propri meccanismi, palesi e procedimentalizzati, di cd. *robovoting*.

Vero è che i fondi istituzionali e quelli con portafogli molto ampi dimostrano una tendenza marcata a fare ricorso a meccanismi di *robovoting*, con una inclinazione ad uniformarsi acriticamente alle indicazioni fornite dai consulenti di voto<sup>389</sup>, peraltro questo avviene, nella stragran parte dei casi, su deliberazioni vertenti su oggetti “standardizzati” e/o posti periodicamente all'attenzione dell'assemblea

---

<sup>388</sup> Tra i più noti sul mercato si possono ricordare Nasdaq Boardvantage, Azeus Convene, Boardable e MyGovernance oltre che l'Enhanced Board di Knowa, richiamati in nota (37,38) da MONTAGNANI M.L., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, op. cit., p. 91.

<sup>389</sup> CUCARI N.-DE FALCO S.E.-SERGAKIS S.-SARDANELLI D, *Determinants of commitment and opportunism of institutional investors' behaviour: an empirical investigation on Robo-voting Phenomenon*, in *Italian Journal of Management*, 38(3), 2020, pp. 191 e ss.

dei sottoscrittori (o dei soci) e non bisognevoli di interventi che necessitino di una cifra personalistica marcata.

*d. La compliance digitale.*

Le diverse tematiche appena esaminate in materia di digitalizzazione della *governance* ed utilizzo dei sistemi di IA a livello societario, introducono un ulteriore aspetto di fondamentale importanza, quello della *cd. compliance*.

In linea di principio, le tematiche relative alla *compliance* afferiscono a quella branca della finanza digitale (che prende il nome di *Fintech*) meglio conosciuta come *Regtech*<sup>390</sup> (crasi dei termini *regulatory* e *technology*) che si occupa, per l'appunto, dell'applicazione del mezzo tecnologico alle attività di *reporting* e *compliance*, generalmente nel settore bancario<sup>391</sup> e finanziario.

Ed infatti, mentre Banca d'Italia<sup>392</sup> si è da tempo espressa sulle potenzialità dei nuovi strumenti all'espletamento delle proprie funzioni, la Consob<sup>393</sup> mira inequivocabilmente ad obiettivi di semplificazione e digitalizzazione degli obblighi di informazione e *compliance* ai fini della realizzazione di una vera e propria "società quotata digitale" che arrivi, tra gli altri, a valorizzare il proprio sito internet come strumento di comunicazione istituzionale<sup>394</sup> e banco di indagine dell'assolvimento degli obblighi regolamentari da parte della società o del fondo gestito.

---

<sup>390</sup> PERRONE A., *La nuova vigilanza Regtech e capitale umano*, in *Banca, borsa, tit. cred.* n. 1/2020, pp. 516 e ss.

<sup>391</sup> Come emerge dalla *Relazione annuale* e dalle *Considerazioni finali del Governatore* di Banca d'Italia del 31 maggio 2019, reperibili, rispettivamente, ai seguenti link [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel_2019.pdf) e [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf_2019.pdf).

<sup>392</sup> BANCA D'ITALIA, *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia. Anno 2018*, 31 maggio 2019, p. 14, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-gestione/2019/rel\\_gest\\_BI-2018.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-gestione/2019/rel_gest_BI-2018.pdf).

<sup>393</sup> Indicazioni contenute nell'ambito del *Discorso del Presidente Mario Nava*, reso in occasione del Consob Day l'11 giugno 2018 a Palazzo Mezzanotte, Milano, ed integralmente reperibile al link <https://www.consob.it/documents/1912911/1997967/discorso2018.pdf/2ba86c6c-85b4-fc2e-4522-0895e955afb7>. Per lo specifico riferimento si vedano le pagine 13 e 14 dell'intervento.

<sup>394</sup> MARRONI L., *Verso un'evoluzione hi-tech della corporate governance*, in *Amministrazione & Finanza* n. 6/2022, p.52. Sul punto anche SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 76 secondo cui nel prossimo futuro la società «*pur lasciando alle "macchine" la responsabilità dei processi di compliance aziendale, sarà chiamata, con più forza rispetto al passato, a orientare le proprie scelte gestorie all'insegna di una sorta di nuovo "umanesimo" valoriale*».

La ragione della trattazione di aspetti relativi alla *compliance* in questa sezione dedicata al *Corptech* e alle tematiche di *governance* digitalizzata risiede proprio nello strumento utilizzato ormai, sempre più di frequente, nelle società: all'evidenza, la trasformazione del governo societario nel senso della automatizzazione di alcuni meccanismi di analisi e di supporto alle decisioni del *management* impone, come visto, di regolamentarne puntualmente l'utilizzo e le caratteristiche tecniche<sup>395</sup>.

La *compliance* sulla rispondenza degli strumenti tecnologici utilizzati, dalla società e dal fondo, ad idonei *standards* di efficienza e adeguatezza, rappresenta un ulteriore profilo di rischio per gli enti che vi fanno ricorso (come, in tempi recenti, ha rappresentato un rischio il mancato rispetto – ad esempio – della *compliance* in materia di GDPR). Ed infatti, ove gli assetti organizzativi ed amministrativi di tali enti non fossero in grado di monitorare costantemente il livello di efficienza e legittimità degli algoritmi e degli strumenti tecnologici usati, fondi e società sarebbero esposti a gravi conseguenze dannose e conseguente rischio risarcitorio.

In questa ottica si sta muovendo il Legislatore europeo impegnato ad individuare una soluzione normativa di rango regolamentare<sup>396</sup> agli importanti aspetti regolatori sollevati dal dilagante uso dell'intelligenza artificiale.

Si considerino, a tal riguardo, il Reg. UE n. 881/2019 del Parlamento Europeo e del Consiglio, entrato in vigore il 17 aprile 2019 e relativo all'ENISA, l'Agenzia Europea per la cybersicurezza oltre che la Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale pubblicata nell'aprile 2021 dalla Commissione Europea<sup>397</sup>.

---

<sup>395</sup> SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità, Parte prima*, in NGCC n. 3/2022, pp. 712 e ss.

<sup>396</sup> SANDEI C., *op.cit.*; MOSCO G.D., *AI and the Board Within Italian Corporate Law: Preliminary Notes*, in *European Company Law*, 2020, volume 17 issue 3, pp. 87-96 reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3531924](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3531924) consultato in data 20 luglio 2022.

<sup>397</sup> reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0206>. Ed infatti, come osserva MILANO L., *Il Regolamento Europeo sull'intelligenza Artificiale, La logica "based risk" sottostante alla normativa UE ed il tentativo di armonizzare le discipline nazionali della responsabilità civile*, disponibile al link <https://www.altalex.com/documents/news/2022/06/29/regolamento-europeo-intelligenza-artificiale> – consultato in data 18 ottobre 2022 – già dal 2017 il Consiglio europeo ha invitato a dimostrare la consapevolezza dell'urgenza di far fronte alle tendenze emergenti comprese questioni quali l'intelligenza artificiale, garantendo al contempo un elevato livello di protezione dei dati, diritti digitali e norme etiche. Negli anni il Consiglio ha inoltre posto

In particolare, la proposta del nuovo Regolamento sull'IA contiene disposizioni che prevedono, ad esempio, l'obbligo per i fornitori di sistemi cd. ad alto rischio (operanti in settori quali la salute, la pubblica sicurezza, i diritti fondamentali, ecc.) di adottare accorgimenti tecnici idonei a «*garantire che il loro funzionamento sia sufficientemente trasparente da consentire agli utenti di interpretare l'output del sistema ed utilizzarlo adeguatamente*» (cfr. art. 13 della proposta di Regolamento sull'IA). A questo riguardo un ruolo centrale è saldamente riconosciuto all'uomo e alla sua capacità di intervento su tali sistemi, dovendo essere «*progettati e sviluppati [...] in modo tale da poter essere efficacemente supervisionati da persone fisiche durante il periodo in cui il sistema di IA è in uso*» (cfr. art. 14 della Proposta).

Ferma restando, in ogni caso, la disciplina della protezione dei dati personali ed il divieto di trattamento automatizzato del dato ex art. 22 GDPR, la Proposta di Regolamento ritiene che «*le persone fisiche siano informate del fatto di stare interagendo con un sistema di IA*» (cfr. art. 52 della Proposta).

Ulteriori profili su cui, probabilmente, varrà la pena concentrare gli sforzi in sede di regolazione saranno quelli relativi all'impianto di vigilanza di tali sistemi.

E' quantomai opportuno, infatti, che in ragione della peculiarità di questi strumenti e dell'impatto che gli stessi possono avere sulla vita di persone e *players* economici, si perseguano sempre di più proprio obiettivi di "integrazione" tra strumenti tecnologici di regolazione interna e strumenti

---

l'accento sull'importanza di garantire il pieno rispetto dei diritti dei cittadini europei esortando anche a rivedere la normativa pertinente in vigore con l'obiettivo di garantire che essa sia idonea allo scopo anche alla luce delle nuove opportunità e sfide poste dall'intelligenza artificiale, invitando inoltre a definire in maniera chiara quelle applicazioni di intelligenza artificiale che dovrebbero essere considerate ad alto rischio (Consiglio europeo, Riunione speciale del Consiglio europeo (1 e 2 ottobre 2020) – Conclusioni EUCO 13/20, 2020). Nell'ambito della proposta di Regolamento la Commissione UE, ha enucleato un set di obblighi in capo ai due soggetti principali destinatari del Regolamento in esame, ovverossia il fornitore e l'utente di tali sistemi di IA. I fornitori oltre ad esser *compliant* con quanto già sopra esplicitato, devono predisporre un sistema di gestione della qualità conforme a determinati requisiti meglio specificati all'interno della Proposta, avente lo scopo di garantire la conformità al Regolamento. Devono redigere la documentazione tecnica del loro sistema IA ad alto rischio, devono conservare i log generati autonomamente da questo e devono effettuare una procedura di valutazione sulla conformità prima di immetterlo sul mercato o in servizio. Una volta terminata quest'ultima, in caso di esito positivo, devono apporre la marcatura CE, ai sensi dell'art. 49, sui sistemi ed in ogni caso dovranno rendersi disponibili, in una logica di cooperazione, a dimostrare la conformità del sistema su richiesta di un'autorità nazionale competente.

tecnologici di supervisione esterna dando concretamente forma a quella attività, da alcuni definita di *Suptech* (da *supervisory* e *technology*) a beneficio della trasparenza del sistema mediante un continuo (e semplificato) coinvolgimento delle autorità di vigilanza preposte<sup>398</sup>. Lo scambio tra questi sistemi dovrebbe portare, infatti, ad un impianto integrato per mezzo del quale l'utilizzo del mezzo tecnologico diventi, da un lato, sempre più mirato ed efficiente e, dall'altro, sempre più monitorato e vigilato.

Come anticipato in precedenza, uno degli aspetti da tenere sempre nella debita considerazione, anche in fase di regolamentazione dell'uso di nuove tecnologie, è quello della tutela del dato nell'ambito del controllo di legittimità ed efficienza dei supporti utilizzati.

Atteso, infatti, che la gran parte delle informazioni processate dai sistemi tecnologici di supporto alle decisioni degli organi societari attengono a *big data* ed informazioni personali, è quantomai necessario coordinarsi ed osservare le rigide prescrizioni in materia di raccolta, analisi e detenzione dei dati personali dettate dal GDPR.

Le società di gestione del risparmio ed i fondi di investimento che dalle stesse sono gestiti operano, come è stato più volte ricordato, in ambiti in cui le decisioni del *board* o delle divisioni strategiche fanno ampio ricorso a sistemi automatizzati di analisi delle informazioni e ciò sia nell'ottica di adempiere consapevolmente, diligentemente ed in maniera professionale al mandato ricevuto dalla società, sia nel rispetto dell'interesse legittimo della società stessa (e, con riferimento ai fondi, in ultima analisi dei quotisti) alla raccolta di informazioni dettagliate e complete ai fini dell'assunzione di decisioni di investimento. Ciò che il GDPR, al comma 1 dell'art. 22, prescrive però, è che le decisioni e le azioni della società non siano adottate unicamente sulla base del trattamento automatizzato di dati operato dagli algoritmi ma che l'uomo mantenga, in sede decisionale, sempre l'“ultima parola”<sup>399</sup>.

---

<sup>398</sup> LOCKE H.-BIRD N., *Perspectives on the Current and Imagined Role of Artificial Intelligence and Technology in Corporate Governance Practice and Regulation*, in *Australian Journal Corporate Law*, 2020, 35, pp. 15 e ss reperibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3534898](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3534898) consultato in data 20 luglio 2022.

<sup>399</sup> Per quanto sia innegabile il rischio che l'uomo-amministratore subisca fortemente

In conclusione del presente paragrafo, dedicato all'influenza delle nuove *EDTs* e dell'IA sugli assetti di *governance*, non può non farsi cenno al nuovo Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana<sup>400</sup>, entrato in vigore nel 2021. Per quanto, infatti, lo stesso non sia propriamente rivolto a strumenti quali i fondi immobiliari chiusi, la valutazione delle previsioni (*rectius*: delle mancate previsioni) in punto di accesso, regolamentazione e impatto delle nuove tecnologie sulla *governance* ben potrebbe stimolare riflessioni utili anche ai fondi che ci occupano.

In primo luogo – preludio a quanto si dirà nel seguente capitolo – il Codice si focalizza sull'idea di sviluppo, e quindi di «*successo sostenibile*» come «*obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*»<sup>401</sup>.

In tale ottica, quindi, ci si sarebbe aspettati (e si rimane, invece, sorprendentemente delusi) che il nuovo impianto del Codice si occupasse del potenziale impatto sul governo societario dell'intelligenza artificiale, introducendo adeguate *policy* per la gestione delle relative opportunità e rischi ma, soprattutto, in ottica di perseguimento e formalizzazione di obiettivi e di strategie – che verranno approfonditamente esaminati nel paragrafo seguente – di ESG (cd. *Environmental, Social and Governance*), facilitando la naturale evoluzione di una nuova *corporate digital responsibility*, prendendo le mosse e senza soluzione di continuità con l'attuale impianto di *corporate social responsibility*.

Sono già stati toccati, nei precedenti sottoparagrafi, gli impatti sulle (rinnovate) funzioni di *monitoring* e *advisory* del *board*, come pure gli impatti sull'operatività – individuale e collegiale – del *management*; aspetti su cui il Codice avrebbe effettivamente potuto apportare contributi

---

l'influenza degli algoritmi sulle proprie decisioni finali. Sul punto si veda ENRIQUES L., *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senno di poi 4.0*, in *Intelligenza Artificiale – I diritto, i diritti, l'etica*, a cura di RUFFOLO, Milano, 2020, pp. 295 e ss.

<sup>400</sup> Reperibile al link <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

<sup>401</sup>Come riportato da ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in RDS n. 2/2022, p. 253 il quale, sull'espressione di "successo sostenibile" richiama gli interventi di Paolo Montalenti e Umberto Tombari al Convegno "La nuova società quotata. Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance" di Courmayeur del 9 aprile 2021 oltre che il contributo di STELLA RICHTER M. JR., *Long termism*, in Riv. Soc. n. 1/2021, pp. 16 e ss.



in termini di inquadramento e disciplina.

Un altro aspetto centrale del potenziale (e mancato) intervento del Codice avrebbe potuto essere rappresentato dall'analisi di tutti i meccanismi di dialogo ed interfaccia tra società e azionisti (e, per quanto ci riguarda, fondo e sottoscrittori) e tra società e *stakeholders* che le nuove tecnologie, tra cui *in primis blockchain* e *smart contracts*, stanno enormemente facilitando, fluidificando ma soprattutto, disintermediando<sup>402</sup> accanto ad un'indagine sulle vere e proprie nuove "architetture" decentralizzate, le cd. *DAOs* ("*decentralised autonomous organisations*").

Molti sarebbero stati, quindi, gli ambiti in cui il *Codice* avrebbe potuto delineare *best practices* e regole di condotta ma in Italia, almeno al momento, l'occasione non è stata colta a differenza di altri ordinamenti (pochi, per la verità) in cui i corrispondenti codici si sono, quantomeno, posti il problema<sup>403</sup>.

Se il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* spagnolo del 2020 approccia molto timidamente il problema dell'inserimento delle nuove tecnologie nella *governance* richiamando i *rischi tecnologici* tra quelli da considerare nell'ambito della valutazione e della verifica dei sistemi di controllo e gestione dei rischi finanziari e non finanziari (*Recomendaciones 4,1,a; 42 e 45*) e, in modo ancor più implicito, il Codice di *Corporate Governance* del Regno Unito del 2018 fa un mero riferimento ai «*rischi emergenti*» la cui valutazione è rimessa all'organo amministrativo, è l'Olanda l'ordinamento i cui strumenti appaiono i più evoluti.

Ed infatti il codice olandese – che, per ironia della sorte, è anche il meno recente di quelli citati (2016) – introduce, tra i suoi principi quello di cui all'art. 1.1, la creazione di un valore di lungo periodo (*long term value creation*) sulla scorta di una piena e compiuta consapevolezza ed anticipazione degli sviluppi tecnologici e delle connesse trasformazioni dei modelli di business<sup>404</sup>. Nello specifico il codice olandese prescrive

---

<sup>402</sup> FENWICK E.-KAAL W.A.-VERMEULEN E.P.M., *The "Unmediated" and "Tech-driven" Corporate Governance of Today's Winning Companies*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, 16, pp. 75 e ss.

<sup>403</sup> La panoramica è resa da ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, op.cit., 279.

<sup>404</sup> *Monitoring Commissie Corporate Governance Code, The Dutch Corporate Governance* 218

(Principio 1.5.1) al comitato di controllo e rischi (*audit committee*) il monitoraggio degli amministratori esecutivi in relazione all'utilizzo degli strumenti di *information and communication technology* e *cybersecurity*, precisando altresì, nelle *explanatory notes* 1.1 e 2.1.4 che è quantomai necessario che tra i membri del *board* vi sia chi possa vantare un'effettiva *expertise* in ordine alla valutazione di modelli di business e tecnologie innovativi.

\*

## **7 Dalla responsabilizzazione alla automatizzazione: dalla *Corporate Social Responsibility* alla *Corporate Digital Responsibility*.**

Come ricordato al principio del precedente paragrafo, la pandemia ha avuto due importanti effetti, l'accelerazione delle politiche di digitalizzazione ed inclusione (ma non ancora regolamentazione) nelle società dei nuovi strumenti di IA da un lato, il rinnovato impulso a politiche di sostenibilità, sviluppo e responsabilizzazione della *governance* societaria, dall'altro.

Nell'ambito, quindi, di una panoramica su quelle che sono le più recenti frontiere della *governance*, valutato ed analizzato il peso (importante) che le *EDTs* si auspica possano avere nell'imminente futuro di società e fondi<sup>405</sup>, non possono sottacersi i risvolti connessi alla responsabilizzazione dei nuovi fondi (e delle nuove società) "digitali" anche in ottica di perseguimento di scopi di sostenibilità sociale ed ambientale.

Da tempo le istituzioni europee chiedono di ricorrere a forme di

---

Code, reperibile al link <https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>, *Provision 1.5.1*

<sup>405</sup> La Commissione Europea, nel proprio *Study on the relevance and impact of artificial intelligence for company law and corporate governance*, 2021, pp. 3 e ss. ha segnalato che, ad oggi, il concreto utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale nelle società si attesta, ancora, su percentuali molto basse essendo stato valutato che soltanto il 13% delle società coinvolte nello studio vi fa ricorso a scopo di inserimento nella *governance* (ed appena il 26% ha dichiarato che intende farvi ricorso nei prossimi anni). Il link è reperibile su <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/13e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en> consultato il 12 ottobre 2022.

*governance* sostenibile e si interrogano sul ruolo che la digitalizzazione possa avere nell'accelerare, o nel contribuire a creare, tale sostenibilità che passa ineludibilmente per il benessere sociale e ambientale, per la diversità, la non discriminazione e l'equità.

Nel dare questa lettura “digitalmente” orientata<sup>406</sup> della responsabilità sociale di impresa, il *Commission Staff Working Document*<sup>407</sup> della Commissione su *Corporate Social Responsibility, Responsible Business Contact, and Business and Human Rights*, ribadisce il ruolo centrale delle imprese nella transizione digitale sociale ed ecologica e sottolinea la necessità di contemperamento degli interessi di tutti gli *stakeholders* ai fini del raggiungimento di obiettivi diversi ed ulteriori rispetto al conseguimento del mero profitto.

Dal momento in cui, però, l'intelligenza artificiale e le nuove tecnologie vengono, a tutti gli effetti, integrate nella realtà societaria e nella relativa gestione, portano con sé autonomi rischi sociali e, di contro, creano nuovi ed autonomi interessi sociali che la società o il fondo (tramite la SGR) devono poter essere in grado, rispettivamente, di disinnescare o di tutelare.

In ragione di ciò è opportuno iniziare ad inquadrare i principi di buona *governance* societaria sul piano della buona *governance* dei codici algoritmici, venendosi a creare una sorta di sotto categoria dell'ampia nozione di *Corporate Social Responsibility* che è quella della *Corporate Digital Responsibility*, in ragione della quale le imprese dovranno assumere su di sé la responsabilità sociale di strutturare correttamente il mezzo tecnologico al fine, però, di perseguire con esso effetti virtuosi anche sotto il profilo ambientale e sociale. Tra i primi autori che hanno contribuito a delineare il concetto di *Corporate Digital Responsibility*<sup>408</sup>, Wade la definisce «*un insieme di pratiche e comportamenti che aiutano*

---

<sup>406</sup> La felice espressione è stata utilizzata da SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, op. cit., pp. 718.

<sup>407</sup> *Commission Staff Working Document - Corporate Social Responsibility, Responsible Business Contact, and Business and Human Rights: Overview of Progress*, 20.3. 2019, SWD (2019) 143 final, reperibile al link <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/34482>.

<sup>408</sup> In primis WADE M., *Corporate Responsibility in the Digital Era*, in *MIT Sloan Manag. Rev.*, 28.4.2020, disponibile al link <https://sloanreview.mit.edu/article/corporate-responsibility-in-the-digital-era> consultato in data 25 ottobre 2022; LOBSCHAT L. - MUELLER B. - EGGERS F. - BRANDIMARTE L. - DIEFENBACH S. - KROSCHKE M. - WIRTZ J., *Corporate Digital Responsibility*, in *J. Bus. Res.*, 2021, 122, pp. 875 ss.

*un'organizzazione a usare i dati e la tecnologia in modo responsabile sotto il profilo sociale, economico, tecnologico e ambientale».*

Il legame tra questi due aspetti – trasformazione “verde” e trasformazione digitale – è stato opportunamente individuato agli artt. 2 e 3 del Regolamento UE 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021<sup>409</sup> che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza, richiamato dal cd. PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) italiano, dopo essere stato prefigurato e/o precisato da due risoluzioni del Parlamento europeo – una del dicembre 2020<sup>410</sup> ed una del marzo 2021<sup>411</sup> - rispettivamente inerenti i temi di “*corporate governance sostenibile*” e di “*dovuta diligenza e responsabilità delle imprese*”.

Nello specifico gli RRP nazionali (*Recovery and Resilienc Plans*) voluti dal Regolamento UE 2021/241 avrebbero (ed hanno) dovuto incentrarsi su sei pilastri: transizione verde, trasformazione digitale, crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva, coesione sociale e territoriale, salute e resilienza economica, sociale ed istituzionale, politiche per le nuove generazioni, l’infanzia e i giovani.

Sulla scorta dei predetti impulsi, ed in particolare della risoluzione del 2021 che raccomandava l’elaborazione di una direttiva in ambito di rispetto, da parte delle imprese, dei diritti umani, dell’ambiente e della buona *governance*, la Commissione europea lo scorso 23 febbraio 2022 ha pubblicato la *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*<sup>412</sup>.

All’evidenza laddove la proposta di direttiva dovesse trovare concreto atterraggio in un testo normativo – per giunta, molto oculatamente prospettato nella forma della direttiva anziché del regolamento, visti i contorni ampi e sfumati delle condotte di “buona *governance*” – ben

---

<sup>409</sup> Reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0241&from=IT>.

<sup>410</sup> Parlamento Europeo, *Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020 sul governo societario sostenibile* n. 2020/2137 (INI) reperibile al link [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372_IT.html).

<sup>411</sup> Parlamento Europeo, *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese* n. 202/2129 (INL) reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021IP0073&from=EN>.

<sup>412</sup> Il cui testo è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071&print=true>.

potrebbero trovarvi asilo tutte quelle raccomandazioni e prescrizioni in tema di *Corporate Digital Responsibility* prefigurate in precedenza.

Il *mainstream* degli ultimi anni è, quindi, quello di porre in relazione diretta responsabilità sociale d'impresa, di cui la sfera digitale diviene espressione autonoma e rilevante, innovazione tecnologica e sostenibilità sociale ed ambientale.

Con l'acronimo “*ESG*”, infatti, vengono individuati tutti quei requisiti e parametri di *environmental, social and governance* che rappresentano i temi principali su cui direzionare la nuova operatività di fondi e imprese e si estrinsecano in un approccio *green* (che non ha bisogno di ulteriori spiegazioni), *long-term* (prediligendo politiche di interesse di lungo periodo perseguite da compagini sociali virtuose) e “*stakeholders-centrico*”<sup>413</sup> (che equipara, cioè, gli interessi di tutti gli *stakeholders*, lavoratori, creditori, clienti, ecc. a queglii degli azionisti – *shareholders* – e sottoscrittori); quest'ultimo aspetto al centro di corpose e recenti riflessioni sia di Assonime<sup>414</sup> che di Consob<sup>415</sup>.

Peraltro la differenza sostanziale di prospettiva tra *corporate social responsibility* e *ESG* nelle cd. DNF (dichiarazioni non finanziarie) che, ove costruite in ottica di *CSR*, vengono rese sulla base di una matrice di materialità dei temi rilevanti secondo una prospettiva “interna” delle imprese mentre, ove costruite in ottica di *ESG*, sono parametrize a criteri standardizzati (non sempre uniformi, come si vedrà) la cui elaborazione è affidata a investitori e agenzie di *rating* in ordine a tematiche ambientali, sociali e di *governance*<sup>416</sup>.

\*

---

<sup>413</sup> L'espressione è utilizzata da SACCO GINEVRI A., *La mutazione dell'impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell'economia*, in *Supplemento NGCC*, n. 5/2020, p. 75.

<sup>414</sup> ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità – Rapporto Assonime*, 18. 03. 2021, disponibile all'indirizzo [https://asvis.it/public/asvis2/files/Eventi\\_Flash\\_news/Note\\_e\\_Studi\\_6-2021.pdf](https://asvis.it/public/asvis2/files/Eventi_Flash_news/Note_e_Studi_6-2021.pdf).

<sup>415</sup> CONSOB, *Report on Non-financial Reporting of Italian Companies-Non-financial information as a driver transformation*, 2019, reperibile al link <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2019.pdf/5d508397-a2f9-4abf-be87-8cb278a1997d>.

<sup>416</sup> Così SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, *Parte seconda*, in *NGCC* n. 4/2022, p. 928.

## 8 Il perseguimento degli obiettivi e dei criteri ESG da parte dei fondi di investimento immobiliare.

I parametri ESG assumono un particolare rilievo con riferimento al comparto oggetto della presente trattazione – il mercato immobiliare<sup>417</sup> – e alle strategie messe in atto dai fondi di investimento dedicati.

Il PNRR in Italia prevede molteplici interventi all’insegna della sostenibilità sia dal punto di vista ambientale che sociale ed in particolare lo fa tracciando rispettivamente le Missioni 2 (“rivoluzione verde e transizione ecologica”) e 5 (“inclusione e coesione”) conferendo al settore immobiliare un ruolo strategico per il raggiungimento degli obiettivi globali ed europei al 2030 e al 2050.

In particolare la normativa intende raggiungere la progressiva e completa decarbonizzazione del sistema (*Net-Zero*) passando dal settore immobiliare atteso che, secondo i dati dell’Unione Europea, gli edifici presenti nella UE consumano circa il 40% dell’energia totale emettendo tra il 36 ed il 38% del totale delle emissioni globali di gas ad effetto serra. Peraltro, una delle circostanze maggiormente preoccupanti risiederebbe nel fatto che soltanto l’1% degli edifici sarebbe sottoposto ogni anno a ristrutturazioni con interventi di implementazione dell’efficienza energetica<sup>418</sup>.

Sotto il profilo delle emissioni, secondo il rapporto “*Managing transition*

---

<sup>417</sup> Un articolo recentemente apparso sul sito di Morning Capital (reperibile al link <https://www.morningcapital.eu/notizia/criteri-esg-real-estate-cosa-sono>) definisce i contorni dei criteri ESG: “*Environmental. Riguarda la sostenibilità ambientale. Questo criterio valuta gli effetti dell’attività di un’azienda o di un investimento sull’ambiente: tiene conto dell’attenzione al cambiamento climatico, al contenimento delle emissioni di anidride carbonica, all’efficienza nell’utilizzo delle risorse naturali, al rispetto della biodiversità, alla sicurezza agroalimentare, al rispetto dei ritmi della terra.*”//*Social. Si riferisce all’impatto sociale sulla collettività e sui lavoratori. In questo ambito si valuta l’impatto sociale di un investimento: sono elementi rilevanti, tra questi, il rispetto dei diritti umani, il rifiuto di ogni forma di discriminazione, l’attenzione alle condizioni di lavoro e di vita delle persone, l’attenzione nel creare le condizioni di benessere in un luogo fisico.*”//*Governance. Si riferisce al sistema di governo in generale. Questo criterio è spesso associato al termine di sostenibilità per l’impegno profuso da parte di chi può determinare impatti su persone e cose derivanti dal processo inerente all’investimento immobiliare. La struttura delle regole e delle strategie che presiedono alla guida di un processo, sia aziendale, che finanziario (investimento di capitali) costituiscono i presupposti di una buona pratica e giungono a determinare fatti specifici, quali: decarbonizzazione, economia circolare, inclusività, mobilità sostenibile, etc.”.*

<sup>418</sup> DONATO L., *La finanza immobiliare allarga i suoi orizzonti – La lunga marcia dei fattori ESG dalla finanza sostenibile al mercato immobiliare*, 25 novembre 2021, reperibile al link [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Donato\\_lunga\\_marcia\\_fattori\\_ESG\\_25112021.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Donato_lunga_marcia_fattori_ESG_25112021.pdf) consultato in data 10 ottobre 2022.

*risk in real estate: aligning to the Paris climate accord*<sup>419</sup> pubblicato da UNEP FI (*United Nations Environment Programme Finance Initiative*), il settore immobiliare, oggi, determina circa il 38% delle emissioni globali di CO2 legate all'energia. In ragione di questo, per vero, già l'*Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*<sup>420</sup> delle UN aveva incluso tra i propri obiettivi proprio la riduzione di tali emissioni; obiettivo, per l'appunto, pienamente inserito nell'ambito dell'Accordo sul clima di Parigi del 2015<sup>421</sup> (alla stregua del quale si dovrebbe perseguire anche l'obiettivo dell'abbassamento climatico globale di circa 2C (3,6F).

Come detto, fin dal 2018, l'Unione Europea ha avviato un programma finalizzato all'utilizzo del sistema finanziario per promuovere lo sviluppo di un modello economico sostenibile.

Nell'ambito di tale azione, la gestione collettiva del risparmio rappresenta un terreno elettivo oltre che uno dei canali principali per raggiungere tale obiettivo. Ne sono riprova le recenti modifiche<sup>422</sup> apportate alla direttiva UCITS e al regolamento AIFMR sui fondi di investimento alternativi, finalizzate ad allineare la normativa sugli OICR agli obblighi di *disclosure* sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari contenuti nel *Sustainable Financial Disclosure Regulation (UE) 2019/2088*<sup>423</sup>, introdotto a novembre del 2019 ed entrato in vigore il 10 marzo 2021, con l'obiettivo di rendere il profilo di sostenibilità dei fondi più comparabile e di facile comprensione per gli investitori e imponendo alle imprese che investono nella sostenibilità «*prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali*».

In ragione di tali interventi, i gestori hanno dovuto integrare le valutazioni

---

<sup>419</sup> Il cui testo è reperibile al link <https://www.unepfi.org/themes/climate-change/managing-transition-risk-in-real-estate-aligning-to-the-paris-climate-accord/>.

<sup>420</sup> Il cui testo integrale è reperibile al link <https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>.

<sup>421</sup> Il cui testo inglese è reperibile al link [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf).

<sup>422</sup> Tra cui la Direttiva delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) il cui testo è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1270>.

<sup>423</sup> Il cui testo è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>.

sui rischi di sostenibilità in tutte le fasi della propria attività, dall'attuazione degli obblighi di diligenza all'individuazione dei conflitti di interesse, dall'implementazione dei sistemi organizzativi e di controllo alla selezione di personale esperto nella valutazione dei fattori ESG<sup>424</sup>. Le nuove regole classificano i prodotti in tipologie specifiche e includono metriche per valutare gli impatti ambientali, sociali e di governance (ESG) del processo di investimento per ciascun fondo.

Già dalle misure adottate a livello comunitario, quindi, è possibile comprendere quale sia, allo stato, la necessità per i fondi immobiliari di adeguare la propria azione ai parametri ESG.

Nel panorama nazionale si sono registrate iniziative congruenti con gli sforzi europei tanto che, di recente, la Consob ha adottato la Delibera n. 22430 del 28 luglio 2022<sup>425</sup>, che ha adeguato il più volte citato

---

<sup>424</sup> DONATO L. – PROVIDENTI S., *Fondi immobiliari, ESG e Consob*, apparso su [www.monitorimmobiliare.it](http://www.monitorimmobiliare.it), 14 ottobre 2022, e reperibile al link [https://www.monitorimmobiliare.it/fondi-immobiliari-consob-e-esg\\_202210141854](https://www.monitorimmobiliare.it/fondi-immobiliari-consob-e-esg_202210141854) consultato in data 20 ottobre 2022.

Sul punto si veda, altresì DONATO L., *Criteri ESG, in nuovo parametro del real estate, La governance nel settore immobiliare Criteri ESG e antiriciclaggio*, laddove riporta alcuni contenuti salienti della Proposta di Direttiva del Parlamento e del Consiglio 2021/0104, il cui testo è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>, e osserva che « Più in dettaglio il Considerando 44 chiarisce che le informazioni sui profili di governance riguardano il ruolo e la composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo delle imprese, nonché i sistemi interni di controllo e gestione del rischio, anche in relazione al processo di rendicontazione. Gli utenti necessitano, inoltre, di informazioni sulla cultura d'impresa e sull'approccio all'etica aziendale, che include la lotta contro la corruzione attiva e passiva, nonché informazioni sugli impegni politici delle imprese, comprese le attività di lobbying. Al principio della sostenibilità risulta, quindi, affiancarsi anche quello dell'integrità, nel duplice significato di rispetto della legalità e di valore economico generato dalla resilienza a fronte dei rischi di coinvolgimento, anche indiretto, in fatti illeciti. Nella parte dispositiva della Proposta si elencano le informazioni da includere nel report di sostenibilità, che rispecchiano gli elementi della governance in chiave ESG. Si parte dall'etica aziendale e dalla cultura d'impresa, con in primo piano la scelta aziendale nei confronti del fenomeno della corruzione, seguono gli impegni politici, le attività di lobbying e i rapporti con i partner commerciali (tra cui le prassi nei pagamenti). Le imprese di grandi dimensioni sono poi tenute, secondo la Proposta, a descrivere il modello e la strategia aziendali, con riguardo alla resilienza rispetto ai rischi connessi ai temi della sostenibilità; si passa poi ai piani per garantire che il modello e la strategia siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e all'indicazione delle opportunità che ne derivano per l'impresa. Più in dettaglio va precisato come si tiene conto degli interessi degli stakeholders, quali sono le modalità di attuazione della strategia ESG, quali sono gli obiettivi in tema di sostenibilità e quali i progressi realizzati. Ancora due risvolti. Sul piano dell'organizzazione occorre riferire nell'informativa sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo, sulle procedure di due diligence, sul processo di comunicazione delle informazioni. Nella prospettiva dei rischi si richiede di indicarne i principali da cui dipendono le sorti dell'impresa, unitamente alle possibili ripercussioni al verificarsi di un evento dannoso sulla catena del valore, sui rapporti commerciali e sulla supply chain; quindi deve seguire l'indicazione delle azioni per prevenire e fronteggiare le ripercussioni negative ovvero per porvi rimedio».

<sup>425</sup> Il cui testo è reperibile al link <https://www.dirittobancario.it/wp-225>



Regolamento Intermediari (Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018) agli standard europei in materia ESG.

L'intervento di modifica ha introdotto la prescrizione per i gestori di considerare i rischi di sostenibilità nell'adempimento degli obblighi di *investment due diligence* e, in particolare, nella selezione e monitoraggio degli investimenti, adottando adeguate politiche e procedure. Inoltre è previsto che gli *asset managers* considerino e giustifichino puntualmente i principali effetti negativi delle loro decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, intesi in senso molto ampio dal SFDR, come «*le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva*».

Gli interventi normativi hanno, quindi, attinto “a piene mani” al principio di trasparenza nei confronti degli investitori finali con l'obiettivo di ristabilire la fiducia nei confronti di mercato rispondente ai criteri *ESG* e riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, facendo leva sulla nuova sensibilità degli investitori sulle tematiche sociali e ambientali (come detto in precedenza, acuite dalla recente crisi pandemica e dalla instabile congiuntura internazionale)<sup>426</sup>.

In ragione di tutto quanto sopra osservato, è divenuto cruciale per i fondi immobiliari adeguarsi ai nuovi standard *ESG*<sup>427</sup>, dal momento che i più autorevoli enti del settore hanno, ormai, acclarato che – con particolare riferimento ai fondi immobiliari europei non quotati – ad un punteggio *ESG* più alto corrisponderebbe un rendimento più elevato, senza considerare che la tendenza del mercato è quella di prestare un'attenzione via via crescente alle tematiche *green* attesa la crescente incertezza legata a fattori politici ed economici e ai conseguenti costi dell'energia e delle

---

[content/uploads/2022/07/Delibera-Consob-28-luglio-2022-n.-22430.pdf](https://www.consob.it/web/content/uploads/2022/07/Delibera-Consob-28-luglio-2022-n.-22430.pdf)

<sup>426</sup> In tal senso si veda anche FINK M., *Compliance normativa, ESG, Real Estate, L'evoluzione della regolamentazione ESG nel settore immobiliare*, su [www.deepki.com](http://www.deepki.com), 9 ottobre 2022, reperibile al link <https://www.deepki.com/it/blog/evoluzione-delle-regolamentazione-esg-nel-settore-immobiliare%EF%BF%BC/>.

<sup>427</sup> Da una panoramica delle maggiori SGR e dei maggiori fondi di investimento immobiliare italiani emerge chiaramente una tendenza a precisare l'adeguamento ai criteri ESG. Su tutti DEA Capital (al link <https://www.deacapitalre.com/esg/>), Fondo Cà Granda (al link <https://blog.fondocagranda.it/>), Fabrica SGR (al link <https://www.fabricasgr.com/approccio-esg/>), COIMA SGR (al link <https://www.coima.com/it/sostenibilita/obiettivi-esg/>), Finint SGR (<https://www.finintsg.com/it/news/gresb-premia-le-performance-esg-dei-fondi-di-finint-sgr>) ecc.

materie prime<sup>428</sup>.

La difficoltà che, tuttora, si registra sul punto è, però, la mancanza di uniformità del sistema di *rating* e certificazioni *ESG* nel settore immobiliare (ma anche in altri settori). Tra i diversi metodi di *rating* specialistici possono, oggi, annoverarsi GRESB (*Global Real Estate Sustainability Benchmark*), BREEAM (*Building Research Establishment Environmental Assessment Method*), LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*), GBC (*Global Building Council*).

Tra questi GRESB è sicuramente uno dei più, se non il più, importante ed individua un rapporto sulle *performances* di sostenibilità dei portafogli immobiliari, con la finalità di analizzare l'impatto dei portafogli in ambito di sostenibilità ambientale valutando, al contempo, l'adesione dell'investitore proprietario a determinati *standards* sociali e di *governance*.

---

<sup>428</sup> VERSTAPPEN R., *Utility and necessity of ESG benchmarking in real estate*, pubblicato su [www.inrev.org](https://www.inrev.org), 2022, reperibile al link [https://www.inrev.org/system/files/2021-03/Altera\\_ESG-Benchmarking\\_Article.pdf](https://www.inrev.org/system/files/2021-03/Altera_ESG-Benchmarking_Article.pdf)

## CAPITOLO QUINTO

### CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE E DI PROSPETTIVA. TEMI APERTI VECCHI E NUOVI.

#### **1. Temi aperti vecchi e nuovi. Considerazioni conclusive.**

La tematica dei fondi comuni di investimento immobiliare, oggetto del presente lavoro di ricerca, continua ad appassionare il dibattito interpretativo.

La disciplina normativa italiana in materia di fondi – molto evoluta e continuamente aggiornata – sconta una produzione a “cascata” che alimenta la diffidenza in ordine agli aspetti di funzionamento dello strumento e all’assetto di responsabilità.

Se quanto sopra incide, ma non solo, l’appetibilità “all’esterno” dello strumento finanziario, le difficoltà del giurista non sono inferiori nel momento in cui si trova a dover interpretare i delicati aspetti della *governance* del fondo e della sua qualificazione.

Ed infatti, il complesso meccanismo di *checks and balances* proposto dalla normativa multilivello oggi vigente crea non poche perplessità in sede di valutazione e risoluzione delle molteplici questioni che, quotidianamente, si propongono all’operatore del diritto.

Sotto questi punti di vista appare, quantomai, necessario un intervento legislativo armonizzatore da un lato ma, soprattutto, il consolidarsi di un orientamento giurisprudenziale più uniforme e più attento a recepire le istanze degli operatori ed il diritto “vivente”.

Con particolare riferimento al comparto dei fondi immobiliari in Italia, il freno principale alla diffusione sembra rappresentato dalla conformazione attuale del Sistema Paese.

L’incertezza dei traffici giuridici legata ad una normativa in costante divenire ed un’interpretazione giurisprudenziale non sempre congruente rappresentano la cornice: al centro di questo “perfettibile” dipinto vi è un contesto dotato di enormi potenzialità urbane e di patrimonio spesso, però, non supportato da servizi, infrastrutture e trasporti all’altezza.

La farraginosità della macchina burocratica ed amministrativa oltre che l’elevata pressione fiscale (pur non esaminata nel presente lavoro ma

particolarmente rilevante) completano l'opera.

\*

Lo strumento, sotto il profilo operativo, non desta particolari perplessità dal momento che, pur potendo di certo essere ottimizzato, rappresenta un valido strumento di raccolta del risparmio e di investimento per risparmiatori e operatori del mercato.

Certo, allo stato è innegabile una certa sproporzione nell'affidamento rivolto al fondo – oltre che nei capitali in esso investiti – tra la clientela professionale e clientela *retail*.

Tale aspetto denota, ad avviso di chi scrive, una qualche forma di sfiducia degli investitori “non periti” basata, probabilmente, sulla tutt'altro che agevole comprensione delle dinamiche di valutazione degli investimenti *in primis* e dei meccanismi di remunerazione dei finanziamenti *in secundis*.

Peraltro, probabilmente a causa delle attuali incertezze del mercato e sotto la potente spinta “rivoluzionaria” della recente pandemia, sembra registrarsi un certo grado di (riscoperta) fiducia ed interesse verso l'investimento in immobili, notoriamente considerati beni rifugio, e in veicoli immobiliari (cfr. dati INREV 2021).

E' probabile che la volatilità dei mercati finanziari e i recenti *default* di molti colossi finanziari e della *new economy* abbiano stimolato un nuovo interesse verso il comparto immobiliare che, allo stato, gode oggettivamente di buona salute.

Il godere di buona salute economica (per la capacità di attrarre investimenti) e di un certo tasso di seguito (ai fini della effettività dello strumento che va, comunque, costantemente monitorata) sono, da un lato, precondizioni essenziali per la permanenza “in vita” dello strumento – che, in caso contrario, sarebbe esposto al rischio di una possibile abrogazione – e, dall'altro, ne stimolano ulteriori interventi normativi e regolamentari volti a massimizzarne i benefici.

Vero è che per l'importanza che il fondo immobiliare riveste nel nostro ordinamento, oltre che per l'esistenza di omologhi strumenti in quasi tutti gli altri ordinamenti giuridici contemporanei, non dovrebbe configurarsi alcun rischio di “dismissione”.

Peraltro è innegabile che lo strumento necessita di una certa “manutenzione” o, quantomeno, un necessario “riordino” sotto il profilo giuridico.

Ed infatti, nonostante tutto, ad oltre vent’anni dall’entrata in vigore, il fondo si presta a molteplici e tra loro contrapposte opinioni che non consentono di poterne definire con certezza ed automatismo la natura, la soggettività, gli assetti proprietari e/o partecipativi, le responsabilità, la titolarità dei beni e, non da ultimo, i meccanismi di governo interno.

Per giunta, pur permanendo le perplessità e i dubbi su alcuni profili “tradizionali”, all’orizzonte si intravedono “nuvole” foriere di altrettanti, e forse anche più impattanti, interrogativi.

Ed infatti, non ancora compreso se possa qualificarsi il fondo come autonomo soggetto di diritto, già incalza la prospettiva di un fondo *robotizzato*, disumanizzato e governato soltanto da algoritmi, in grado di operare addirittura senza l’apporto della SGR ma in totale autonomia.

Ed ancora, non ancora sgombrato il campo da riflessioni in ordine al delicato rapporto tra gestore, partecipanti e fondo, a qualcuno inizia a balenare l’idea di superare del tutto questa dualità (il sottoscritto non ne fa mistero) atteso che, laddove volessimo ammettere un fondo totalmente automatizzato, non avrebbe senso nemmeno lasciarne l’amministrazione a qualcun altro, persona fisica o giuridica che sia.

E’ chiaro, come si è più volte ribadito nel corso della trattazione, che simili evoluzioni sono tutt’altro che imminenti e tutt’altro che scontate permanendo, a tutt’oggi, nel nostro ordinamento diversi “paletti” (rappresentanza organica, soggettività giuridica, capacità di agire, ecc.), a seconda dei casi, più o meno complicati da superare (o, quantomeno, bisognevoli di ulteriori e più approfondite riflessioni, sulla base dei reali contorni che le nuove sfide tecnologiche assumeranno nei prossimi anni).

Per giunta, altri ed altrettanto delicati profili di riflessione si aprono in ordine alla circolazione dei beni afferenti al fondo e al regime di pubblicità.

Tali aspetti, che ancora nella prospettiva “tradizionale” ricercano un atterraggio sicuro (in gran parte influenzati dalle predette tematiche relative alla soggettività e alla attitudine alla titolarità diretta di beni e

rapporti giuridici), già sono insidiati da nuovi, “sconvolgenti” paradigmi, dettati da strumenti, quali le *DLTs*, gli *smart contracts* e, soprattutto, la *blockchain* che lasciano presagire a scenari nemmeno troppo lontani in cui non soltanto si potrebbe fare a meno di figure, quale quella del notaio, che fino ad oggi hanno svolto un ruolo di assoluta centralità e garanzia dei rapporti giuridici e di redazione degli atti ma, addirittura, ipotizzando di poter fare a meno o – come si direbbe nell’attuale “era tecnologica” “disintermediare” e/o “decentralizzare” – dell’intero sistema di pubblicità immobiliare, fino ad oggi cardine e baluardo della certezza dei rapporti giuridici, sostituendolo con “catene di blocchi”, tanto affascinanti quanto insidiose.

Nello stesso modo ci si interroga a tutt’oggi sulla *governance* del fondo, sul complicato rapporto tra gestori e sottoscrittori, sui flussi informativi direzionati dagli uni agli altri e sulla effettiva comprensione di determinate informative e/o di accesso a determinate informazioni e/o di intervento dei sottoscrittori nelle sedi decisionali al fine, quantomeno, di rendersi latori dei propri interessi.

Tutto ciò che fino ad oggi si è faticosamente (o non ancora) conquistato potrebbe ben essere, di qui a poco, rivoluzionato da un nuovo sistema di accesso diretto ai cd. *big data* e a sistemi di *data analytics* in grado di sovvertire (e chissà, forse migliorare) la, tanto comoda per alcuni e tanto indigesta per altri, inconsapevolezza (o parziale consapevolezza) di amministratori di minoranza o indipendenti, come pure di soci o sottoscrittori che, da domani, potrebbero essere effettivamente e più efficacemente in grado di accedere a determinati documenti e valutare, con maggior consapevolezza, l’operato dei gestori (ammesso che l’apatia non fosse assolutamente razionale e ben accetta) oltre che esprimere, con mezzi sempre più comodi e sempre più “supportati”, la propria volontà.

In tale poliedrico contesto si fanno, inoltre, largo ulteriori ed originali strumenti di “finanza immobiliare digitale” che, sotto il generico nome di *PropTech*, sono costituiti da una indefinita declinazione di contratti, di tecnologie, di tecniche progettuali e, sia consentito, di “sogni” come il metaverso, che però sono tutt’altro che aleatori e fumosi.

Si tratta di nuovi orizzonti e nuovi campi su cui l’operatore economico *in*

*primis* ed il fondo *in secundis* dovranno confrontarsi nell'immediato futuro come pure sarà necessario decidere che approccio assumere nei confronti della vera grande spinta innovatrice di questo millennio, l'intelligenza artificiale.

Non appare verosimile rifiutare o non occuparsi di tutto questo come non appare possibile che questa evoluzione non contagi ogni cosa, uomini, beni, istituti e strumenti giuridici.

Ed allora è necessario che il Legislatore e gli interpreti raccolgano la sfida ed inizino a regolare e, ancor prima, a ragionare perché il futuro coglie sempre impreparati ma la differenza è data proprio dalla capacità di rispondere adeguatamente ai mutati scenari che ci si paleseranno dinnanzi, anziché rifiutarli in modo preconcepito con il rischio di ritrovarsi nei panni di Teruo Nakamura o di Hiroo Onoda sull'isola di Lubang, arrestato nel 1974 perché rifiutava di credere che la guerra fosse finita da circa 30 anni.

\*

In conclusione, le potenzialità dello strumento, la sua appetibilità in termini di accesso all'investimento, la forte propensione agli investimenti in *assets* concreti e la necessità di ottimizzazione di un patrimonio – quale quello dei beni immobili in Italia – che potrebbe rappresentare un vero volano del sistema economico (come lo è negli Stati Uniti e nei principali Paesi Europei) suggeriscono di credere, con maggiore convinzione, nei fondi comuni di investimento immobiliare.

A tale sforzo è chiamato il Legislatore, mediante un'opera di semplificazione necessaria; è chiamata l'Amministrazione, con una semplificazione dei procedimenti e delle dinamiche che regolano il settore edilizio ed urbanistico; è chiamata l'Amministrazione fiscale, in punto di tassazione; è chiamata la tecnologia, con l'individuazione di strumenti che semplifichino ma al contempo rendano certezza di contenuti; è chiamato il comparto finanziario, con una maggior allocazione di risorse ma, in ultima analisi, è chiamato il risparmiatore, mediante uno sforzo di fiducia in termini di propensione all'investimento che, troppo spesso, non trova in Italia una sufficiente base.

## Bibliografia

- AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998
- AA.VV., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano 1991
- AA.VV., *I fondi comuni d'investimento nella L. 77/1983*, Milano, 1985
- AA.VV., *Il trust nell'operatività delle banche italiane*, Roma 1997
- AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967
- AA.VV., *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002
- AA. VV., Atti del Convegno “*Professioni legali e nuove tecnologie. Quale notaio per il futuro?*”, tenutosi a Roma, presso la LUISS Guido Carli, il 2 dicembre 2021 per la celebrazione del Venticinquennale della rivista *Notariato*, in *Notariato* n. 1/2022.
- AA. VV., INREV, *Caso studio: La crescente pertinenza degli Investimenti in fondi immobiliari per le strategie (i) alternative di investimento e (ii) i portafogli multi asset class*, 2021, su [www.inrev.org](http://www.inrev.org)
- ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *RDS* n. 2/2022
- ABRIANI N., *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020
- ABRIANI N.-SCHNEIDER G., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021
- ALBERICI A., *La compliance nell'attuazione della direttiva Mifid*, in AA. VV., *L'attuazione della direttiva Mifid*, Milano, 2009
- ALCARO F., *Unità del patrimonio e destinazione dei beni*, in *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, a cura di Bianca M., Milano, 2007
- AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, 2014, Milano, terza



edizione

ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, 2020, Torino

ANNUNZIATA F., in *Studi in onore di De Nova*, Milano, 2015

ANNUNZIATA F. – MALTESE D., *La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione*, in *Le Società*, 3, 1 marzo 2022

ARDIZZONE L., *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, 2018, 31

ARMOUR J. – EIDENMÜLLER H., *Self-Driving Corporations?*, in *ECGI Law Working Paper n. 475/2019*

ARQUILLA N., *La soggettività degli oicr ai fini delle imposte sui redditi*, in *Corr. trib.*, n. 17/2012

ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.-Leggi complem.*, a cura di G. Alpa - C. Zatti, Padova 1999

ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I

ASCARELLI T., *Trattato di diritto privato* a cura di Rescigno, XVI, 2, 1985

ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità – Rapporto Assonime*, 18. 03. 2021

BAINBRIDGE S.M., *Rethinking the Board of Directors: Getting Outside the Box*, in

*UCLA School of Law, Law & Economics Research, Paper Series, Research paper no. 18-15, 2018*

BALLERINI L., *Società di capitali cancellata dal Registro delle Imprese e pubblicità immobiliare*, in *Rivista Notariato* n. 2/2014

BANCA D'ITALIA, *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia. Anno 2018*, 31 maggio 2019

BANKEWITZ M.-ÁBERG C.-TEUCHERT C., *Digitalization and Board of Directors: A new era of corporate governance?*, in *Business and Management Research* vol. 5 (2), 2016

BARALIS G., *Brevi note in tema di pubblicità ex art. 2643 n. 12-bis; considerazioni sui rapporti fra il sistema della pubblicità immobiliare '1942' e la novellazione successiva*, in *Rivista Notariato* n. 2/2016

BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012

BARBANTI SILVA P., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. dir. banc.*, 9, 2013

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

BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), I, 2017

BASTIANELLI G., *Commento all'art. 49 TUF*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, a cura di Calandra Buonauro V., Milano, 2020

BATHAEE Y., *The Artificial Intelligence Black Box and the Failure of Intent And Causation*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2018, vol. 31, 2018

BATTELLI E., *Le nuove frontiere dell'automatizzazione contrattuale tra codici algoritmici e big data: gli smart contracts in ambito assicurativo, bancario e*

*finanziario*, in *Giust. Civ.*, vol. 7, 2020

BAYERN S., *The implications of Modern Business-Entity law for the Regulation of Autonomous Systems*, in *Stanford Technology Law Review*, 19, 2019

BELLOMIA V., *Il contratto intelligente: questioni di diritto civile*, in *Judicium*, 2020

BERENTSEN A.- MARKHEIM M., *Real estate tokenization as an alternative investment solution*, in *MPRA – Munich Personal RePEc Archive*, 2022, su <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/115307/>

BERLE A.A. – MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, New York, 1993

BERLINGÒ V., *Il fenomeno della datification e la sua giuridicizzazione*, in *Riv. Trim. Dir. Pub.*, 2017

BIANCA C.M., *La proprietà*, in *Diritto Civile*, VI, Milano, 1999, 171

BIANCHI L. A., *Appunti sul governo societario delle Sgr*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura di D'Apice R., Milano, 2010

BIANCHI T., *L'investment trust*, Milano, 1963

BOCCHINI F., *Gli immobili di consumo. Contributo alla rimoculazione di un impianto*, in *Contratto e Impresa* n. 2/2022

BOCCUZZI G., *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e Mifid*, in *Bancaria*, n. 2/2008

BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, in *Giurisprudenza Italiana*, 02/2011

BOLOGNESI C., *La persona giuridica amministratrice di società di persone: analisi e superamento degli argomenti ostativi*, in *Riv. Not.*, 2011

BOMPREZZI C., *Commento in materia di Blockchain e Smart contract alla luce del nuovo Decreto Semplificazioni*, in *Dir. merc. tecn.*, 2019, 1-7

BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino,

2013

BORDIGA V., *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*,

Riv. Soc, 2013

BORDOLLI G., *Il fenomeno blockchain nel settore immobiliare*, in *Immobili &*

*Proprietà* n. 4/2021

BORGIOLI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento*

*mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983

BRAUN A., *Trusts interni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2000

BRIOLINI F. – MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da

Campobasso G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002

BRUNER C.M., *Distributed Ledgers, Artificial Intelligence and the Purpose of The*

*Corporation*, in *Cambridge Law Journal* 79 (3), 2020

BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, *Le Società* ,

n. 1/2011

BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità*

*immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012

BUSANI A., *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in

*Società*, 2020

BUSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggio di*

*immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi)*, in *Le Società*,

XI, 2017

BUSANI A., in *Società*, 2017, 1

BUSANI A. – FEDI A., *Fondi comuni d'investimento con personalità e patrimonio*, in *Il*

*Sole 24 Ore*, 13 settembre 2016

BUSANI A.-S. PERTOLDI S., *La nomina di soggetti diversi dalle persone fisiche alla*

*carica di amministratore di società di capitali*, in *Notariato*, 2006

- BUSANI A. – SMANIOTTO E., *Fondi comuni d'investimento senza soggettività giuridica*, 7 ottobre 2019, *Il Sole 24 Ore*
- BUTERIN, V., *A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform*, 2014
- CACCIAMANI C., *Real estate*, Milano, 2012
- CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019
- CALIANDRO S., *Blockchain e tokenizzazione immobiliare: svolta per il futuro*, in *Crypto & Blockchain, Economia*, Milano, 2019
- CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 3 Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Torino 1994
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Revista Electronica de Direito*, n. 1/2015
- CANDIAN A., GAMBARO A., POZZO B., *Property-Proprietà-Eigentum*, in *Corso di Diritto Privato Comparato*, Padova, 1992
- CAPACCIOLI S., *Smart contract: nuovi orizzonti del fintech*, 2016
- CAPRIGLIONE F. in *Sul punto, Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione F., con la partecipazione di Pellegrini, Sepe e Troiano, Padova, 2018, IV
- CAPRIGLIONE F., *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, 2015
- CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, 157
- CARBONE S.M., *Autonomia privata, scelta della legge regolatrice del trust e riconoscimento dei suoi effetti nella Convenzione dell'Aja del 1985*, in *Trusts*, 2000

- CAROTA L., *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in *Contratto e impresa*, II, 1994
- CARPENTER M.-POON S.H., *Lessons learned from AI Prototype designed for Corporate AGM Voting Decisions*
- CARRIÈRE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, I, 2011
- CASELLA P. – RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991
- CASINI S., *Investimenti immobiliari nel metaverso: 3,5 miliardi entro il 2025*, 2022, su <https://www.proptech360.it/tecnologie/investimenti-immobiliari-nel-metaverso-35-miliardi-entro-il-2025/>
- CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in *Rivista delle società*, 1969
- CAVANNA M., *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2008
- CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Vol. 16, I, II ed., Milano, 2008, 32
- CEDROLA S., *Il fenomeno del web sommerso: tra lecito e illecito*, pubblicato su *Ius in itinere*, il 27 gennaio 2017
- CESIANO D., *L'applicazione della "Business Judgement Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II
- CHIRIATTI M., *Gli Smart Contracts come nuove leggi? Meglio maneggiare con cura*, 2015
- CIVALE F., *Profili applicativi della funzione di compliance nelle Assicurazioni ed analisi comparata con le norme Banca d'Italia – Consob*
- COHNEY S. – HOFFMAN D. - SKLAROFF J.- WISHNICK D., *Coin-Operated Capitalism*, in *Colum. L. Rev.*, 2019

- COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, 1, 11
- COLAIORI R., *Pubblicità del vincolo e articolazione patrimoniale: questioni a margine di una recente sentenza in tema di fondi comuni di investimento*, in *Foro pad.*, 2012, 1
- COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005
- COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967
- COLOMBO G. E., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo-Dotti-Perletti- Schrans-Sostringer, Padova, 1967
- COLOMBO G. E., *L'investment trust in forma contrattuale*, in AA. VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967
- COMANDE' G., *Intelligenza artificiale e responsabilità tra «liability» e «accountability»*. *Il carattere trasformativo dell'IA e il problema della responsabilità*, in *AGE*, 2019
- COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Corporate Social Responsibility, Responsible Business Contact, and Business and Human Rights: Overview of Progress*, 20.3. 2019, SWD (2019) 143 final
- CONSOB, *Report on Non-financial Reporting of Italian Companies-Non-financial information as a driver transformation*, 2019
- CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001
- COPPOLA, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di Calandra Buonauro, Milano, 2020, 275
- CORRADO R., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Studi in onore di P. Greco*, I, Padova, 1965
- COSSU M., *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario* , a

- cura di E. Gabrielli, R. Lener, Torino, 2011
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010
- COSTI R., *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in Riv. soc., 1968
- COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. II, Padova 1992, 153
- CUCARI N.-DE FALCO S.E.-SERGAKIS S.-SARDANELLI D., *Determinants of commitment and opportunism of institutional investors' behaviour: an empirical investigation on Robo-voting Phenomenon*, in *Italian Journal of Management*, 38(3), 2020
- CUCCURU P., *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *Nuova giur.civ.*, 2017
- D'AIELLO G. M., *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, V, 2020
- D'AMBROSIO L., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, in S. Amorosino - C. Rabitti, Bedogni (a cura di), 2004
- DE CARIA R., *Il diritto di fronte alla tokenizzazione dell'economia*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2020
- DE CARIA R., *The Legal Meaning of Smart Contracts*, in *European Review of Private law* n. 6/2019
- DE DONATO A. – DE DONATO V. - D'ERRICO M., *Trust convenzionale. Lineamenti di teoria e pratica*, Roma 1999
- DE FILIPPI P.-WRIGHT A., *Blockchain and the Law. The Rule of Code*, Cambridge-London, 2018
- DE LAAT P.B., *Algorithmic Decision-Making Based on Machine Learning from Big Data: Can Transparency Restore Accountability?*, in *Phil. & Tech.*, 2018, vol. 31



DE LUCA N., *SGR e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 613

DEL VAGLIO M. – BONOMO D., *Riconosciuta la sostanziale titolarità dei diritti reali in capo ai fondi immobiliari – Ancora dubbi sulla soggettività tributaria dei fondi immobiliari*, in commento a Cass. Sez. Trib. ord. 9 giugno 2021, n.16059

DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011

DENOZZA F., *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di sé stesso”*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini 2009*, Milano, 2009

DESIDERIO M., «*Ucits III*»: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004

DI ANTONIO M., *Sistema dei controlli interni e sistema di compliance*, Workshop ABI su *La funzione di compliance: evoluzioni normative e ricadute sui modelli organizzativi*, Milano 14 e 15 aprile 2008

DI CIOMMO F., *La conclusione e l'esecuzione automatizzata dei contratti (smart contract)*, in *Banche, Intermediari e Fintech*, a cura di CASSANO G. – DI CIOMMO F. – RUBINO DE RITIS M., Milano, 2021

DI MAIO D. – RINALDI G., *Blockchain e la rivoluzione legale degli smart contracts*, 2016, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

DI NOIA C. – GARGANTINI M., *The European Securities and Markets Authority: Accountability Towards EU Institutions and Stakeholders*, 2013, Working Papers 13-34, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center

DI SABATO D., *Gli smart contracts: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contratto e impresa* n.2/2017

- DONATO L., *Criteri ESG, in nuovo parametro del real estate, La governance nel settore immobiliare Criteri ESG e antiriciclaggio*
- DONATO L., *La finanza immobiliare allarga i suoi orizzonti – La lunga marcia dei fattori ESG dalla finanza sostenibile al mercato immobiliare*, 25 novembre 2021
- DONATO L. – PROVIDENTI S., *Fondi immobiliari, ESG e Consob*, apparso su [www.monitorimmobiliare.it](http://www.monitorimmobiliare.it) , 14 ottobre 2022
- DOTTARELLI C., *I fondi immobiliari: quadro normativo e profili contabili*, in *La gestione del fondo immobiliare – Rischio, diversificazione e pianificazione*, a cura di Giannotti C. Milano, 2006
- DOTTARELLI C., *La gestione del fondo immobiliare – Rischio, diversificazione e pianificazione*, a cura di Giannotti C. Milano, 2006
- ELSE S.R.-PILEGGI F.G.X., *Corporate Directors must consider impact of Artificial Intelligence for Effective Corporate Governance*
- ENRIQUES L., *Diritto Societario comparato*, Milano, 2006, pp. 29 e ss. Il richiamo è operato anche da Renzulli
- ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normative italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca Impresa e Società*, 1995
- ENRIQUES L., *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senno di poi 4.0*, in *Intelligenza Artificiale – I diritto, i diritti, l’etica*, a cura di RUFFOLO, Milano, 2020
- ENRIQUES L. - VELLA F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Bologna, 1988
- ENRIQUES L.- ZETZSCHE D., *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, ECGI, Law Working Paper n. 457/2019
- FENWICK E.-KAAL W.A.-VERMEULEN E.P.M., *The “Unmediated” and “Tech-driven” Corporate Governance of Today’s Winning Companies*, in *New York University*

- Journal of Law & Business*, 2019, 16
- FENWICK M.-MCCAHERY J.A.-VERMEULEN E.P.M., *The End of «Corporate» Governance (Hello «Platform» Governance)*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 430/2018
- FERRARA JR. F. - CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, in *Tratt. Rescigno*, 16, Torino, 1985
- FERRARIS DI CELLE A. – SZEGO B., in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 394, 1998
- FERRI G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. comm.*, 1992, I, 67
- FERRI JR. G., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, III, 2016
- FERRI JR. G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25
- FERRI L. – ZANELLI P., *Della trascrizione*, in *Commentario del codice civile SCIALOJA – BRANCA*, a cura di Galgano F., Bologna – Roma, 1995
- FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I
- FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2012
- FINK M., *Compliance normativa, ESG, Real Estate, L’evoluzione della regolamentazione ESG nel settore immobiliare*, su [www.deepki.com](http://www.deepki.com), 9 ottobre 2022
- FORTUNATO S., *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgement Rule*, in *Giur. Comm.*, 2021, II
- FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008
- FRAGALI M., *La comunione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e

Messineo, I, Milano, 1973

FRANCAZZI L., “*Recepimento della AIFMD in Italia e spunti EMIR*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, 4/2014

FRATICELLI R. – LUCARONI L., *Gli strumenti di investimento e di finanziamento nel settore immobiliare italiano*, Roma, 2018

GAGGERO P., *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998

GALLARATI A., *SGR e Trustee, convergenze e divergenze rispetto alle modalità di esecuzione della pubblicità immobiliare*

GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento*, in Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993

GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989

GARAVAGLIA R., *Tutto su Blockchain: Capire la tecnologia e le nuove opportunità*, Milano, 2018

GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*

GENTILI M.P. E NAVA O., *L'evoluzione dei comitati endo-consiliari nella corporate governance*, in *Financial Community Hub*

GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II

GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 5

GIACCAGLIA M., *Considerazioni su blockchain e smart contracts (oltre le*

*criptovalute*), in *Contratto e Impresa* n. 3/2019

GILSON R.J.-GORDON J.N., *Board 3.0 – An introduction*, Working paper n. 602, Columbia Law & Economics, 2019

GIORGINI E., *Algorithms and Law (Algoritmi e diritto)*, in *The Italian Law Journal*, 2019, fasc. 1

GIULIANO M., *La blockchain e gli smart contracts nell'innovazione del diritto nel terzo millennio*, in *Dir. Inform.*, 2018

GORINI R., *Crypto economy. Bitcoin, blockchain, ICO: cosa sono e come funzionano le nuove valute digitali*, Milano, 2018.

GREA G. e SCHIAVO A., *La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo*

GRECO M., *Attività ed autorizzazione all'esercizio delle società di gestione del risparmio*, in M. Rispoli Farina-G. Rotondo, *Il mercato finanziario, intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, Milano, 2005

GROSSI P., *Trasformazioni dominicali*, in Mattei U. - Reviglio E. - Rodotà S. (a cura di), *Invertire la rotta. Idee per una riforma della proprietà pubblica*, Bologna, 2007

GUACCERO A., *Risparmio gestito e sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna

GUFFANTI E., *I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il mirror trading*, in *Le Società*, 2013, 6

GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, *Le Società*, X, 2010

GUFFANTI E. – SANNA P., *La nuova disciplina dei fondi di credito*, in *Le Società*, 8, 2017

GUIDA G., *Blockchain e smart contracts: benefici e limiti*, 2020, su [www.altalex.com](http://www.altalex.com)

HOESLI M. – MORRI M., *Investimento immobiliare – mercato, valutazione, rischio e*

*portafogli*, Milano, 2010

IACUMIN L., *I fondi comuni di investimento – Diritto sostanziale e processo*, Trieste, 2020

IELPO F., *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998

IEZZI N., in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di CALANDRA BUONAURA, Milano, 2020

IOCCA M. G., in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza* a cura di Calandra Buonaura, Milano, 2020

IRRERA M., *Assetti rganizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005

IRRERA M., *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di Irrera M., in *Quaderni di RES*, 2020

ITALIANO G.F., *Le sfide interdisciplinari dell'intelligenza artificiale*, in AGE n. 1/2019

JAEGER P.G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *L'istituzione dei fondi comuni d'investimento*, a cura di GERACI e JAEGER, Milano, 1970, 1

JAEGER P.G., *Sui fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, 1969

KRAAKMAN R. e HANSMANN H., *Agency problems and legal strategies*, in *The anatomy of corporate law*, Oxford, 2004

LAMORGESE V., *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *Contratti*, 2011, 27

LANZA M. A. e GNECH E. E., *Fiscalità Immobiliare*, Milano, 2019

LAROMA JEZZI P., *Separazione patrimoniale e imposizione sul reddito*, Milano, 2006

LAUSLATHI K. – MATTILA J. – SEPPÄLÄ T., *Smart Contracts – How will Blockchain*

*Technology Affect Contractual Practices?*, in *ETLA Reports* n.68, 2017

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II

LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro.it*, 1985

LENER A., *La comunione*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da Rescigno, VIII, Torino 1982

LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, 142

LENER R., *Commento all'art. 3, Legge 23 marzo 1983, n. 77, Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Commentario* a cura di Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. – Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P – Gabrielli E., Torino, 2011

LENER R., *Gestore unico e deleghe della gestione*, in *Assogestioni, La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000

LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 2009

LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989

LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.*, in *Società*, 1998

LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile*, in G. E. Colombo- G. B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, X

LENER R., *Valori mobiliari. Soggetti intermediari*, in *Enc. Giur.*, Roma 1994;

LENER R. – LUCANTONI P., *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Commentario al*

*Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012

LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, III

LENOCI V., *Comitati e acquisiti immobiliari* (nota)

LEONE M., *La due diligence immobiliare e finanziaria dei fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019

LIBONATI B.,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959

LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, 2, Milano, 2013

LOBSCHAT L. - MUELLER B. – EGGERS F. – BRANDIMARTE L. – DIEFENBACH S. –  
KROSCHKE M. – WIRTZ J., *Corporate Digital Responsibility*, in *J. Bus. Res.*, 2021, 122

LOCCI L., *Assemblee societarie “a porte chiuse”: quali indicazioni per il futuro?*, in *NGCC*, suppl. 5/2020

LOCKE H.-BIRD N., *Perspectives on the Current and Imagined Role of Artificial Intelligence and Technology in Corporate Governance Practice and Regulation*, in *Australian Journal Corporate Law*, 2020, 35

LUBRANO M., *Commento all'art. 38*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011

LUCIANO A., *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e impresa/Europa*, n. 2/2011

LUPOI M., *Appunti sulla real property e sul trust nel diritto inglese*, Milano 1971

LUPOI M., *I trust nel diritto civile*, Torino 2004

LUZZATTO R., *Legge applicabile e riconoscimento di trusts secondo la Convenzione dell'Aja*, in *Trusts*, 2000



- MACEY e MILLER, *Banking Law and Regulation*, Boston-Toronto, 1992
- MAGGIOLINO M., *I big data e il diritto antitrust*, Milano, 2018
- MAGLIULO F., *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020
- MAIO E. *La gestione dell'inadempimento contrattuale negli smart contract*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana* del 16.2.2022
- MANENTE M., *Blockchain: la pretesa di sostituire il notaio*, in *Notariato*, 2016
- MANZOLINI R., *Appunti sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, a cura di Geraci e Jaeger, Milano, 1970
- MARCHEGIANI L., *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018
- MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016
- MARCHETTI P., *Introduzione alla disciplina delle attività finanziarie e della raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Attività finanziaria e raccolta del risparmio. Profili notarili*, contenuta in *Atti della giornata di studio a Milano, 26 ottobre 1996*, Milano, 1998
- MARCHETTI P., *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in *Scritti in ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020
- MARCHETTI P.G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio* in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 10, 1, 812
- MARRONI L., *Verso un'evoluzione hi-tech della corporate governance*, in *Amministrazione & Finanza* n. 6/2022
- MARTELLI G.B., *L'importanza della blockchain nello sviluppo dei business futuri*, 2022, in [www.studiomartelli.it](http://www.studiomartelli.it)

- MASTROIANNI B., *Le funzioni aziendali di controllo*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'Apice, Milano, 2010
- MATAROCCI G., *Strategie di investimento in fondi immobiliari*, Roma, 2012
- MAUGERI M., *Smart Contracts e discipline in tema di contratto-Smart contracts and contract law*, ed. bilingue, Bologna, 2021
- MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986
- MEO G., *Diritti delle controparti contrattuali del fondo d'investimento verso gli investitori dopo la sua liquidazione*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2020
- MESSINEO F., *Manuale di diritto commerciale*, 8a ed., Milano, I, 1957
- MIGNON V., *Blockchain-perspectives and challenges*, in *Decentralised Autonomous Organisations and the Law*, a cura di KRAUS D.-OBRIST T.-HARI O., Cheltenham-Northampton, 2019
- MILANO L., *Il Regolamento Europeo sull'intelligenza Artificiale, La logica "based risk" sottostante alla normativa UE ed il tentativo di armonizzare le discipline nazionali della responsabilità civile*
- MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002
- MIOLA M., *La gestione collettiva nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 2001
- MONTAGNANI M.L., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato* n. 2/2020
- MONTAGNANI M., *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *R. Soc.*, 2020
- MONTAGNANI M.L.-CAVALLO M., *Liability and emerging digital technologies: an EU perspective*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2020, in *Notre Dame*

*Journal of International & Comparative Law* vol. 11(2)

MONTAGNANI M.L. – PASSADOR M.L., *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. Soc.* n. 1/2021

MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999

MONTALENTI P.- RIGANTI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017

MORARA P.L., *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Società*, 2020

MORELLO U., *Fiducia e trust: due esperienze a confronto*, in AA.VV., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano 1991

MORO VISCONTI R., *La valutazione delle blockchain: Internet of Value, network digitali e smart transaction*, in *Dir. Ind.*, 2019

MOSCO G.D., *AI and the Board Within Italian Corporate Law: Preliminary Notes*, in *European Company Law*, 2020, volume 17 issue 3

MOSCO G.D., *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, fasc. 1, 2019

MOSCO G.D. – LOPREIATO S., *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. Soc.* n. 1/2019

MÖSLEIN F., *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, 2017

MULA L., *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2018, fasc. 3

MUZZAFFER E.- EROĞLU M.- KARATEPE KAYA M., *Impact of Artificial Intelligence on Corporate Board Diversity Policies and Regulations*, in *European Business*

*Organization Law Review*, volume n. 23/2022

NAKAMOTO S., *Bitcoin: A peer to peer electronic cash system*, 2009, su <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

NATALI A.I., in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2009

NATALI L.C. – PISELLI S., *La protezione dei dati nei rogiti immobiliari fra principi del GDPR e AI*, in *Immobili & Proprietà* n. 7/2021

NIGRO A., *I fondi comuni di investimento mobiliare: struttura e natura giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969

NISSEMBAUM H., *Accountability in a Computerized Society*, in *Science and Engineering Ethics*, 1996, vol. 2

NTUK E., *Fondi comuni di investimento*, in *Dig. Comm.*, agg., 2000

NUZZO A., *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, in *AGE*, fasc. 2, 2019

NUZZO A., *Il negozio di investimento in fondi comuni nella repubblica federale tedesca*, in *Giur. comm.*, I, 1983

NUZZO A., *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003

NUZZO G., *Il diritto dell'impresa nell'era digitale (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I

ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto e "Persona" e "persone giuridiche" nell'età moderna*, in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978

PACILEO F., *Secondo la Cassazione i fondi comuni d'investimento non hanno soggettività giuridica, mentre la società di gestione del risparmio ha la titolarità del patrimonio del fondo*, in [www.dircomm.it](http://www.dircomm.it)

PAGNONI E. - PIATTI L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investimenti*, *Quaderni di*

*finanza Consob*, 1997, n. 19

PALADIN L., *Gli odierni problemi della proprietà fondiaria nella prospettiva costituzionale*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, vol. II, Milano, 1988, 407

PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in *Studi del Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 90-2012/I del 18 ottobre 2012

PAOLINI A., *Gli investimenti immobiliari nel metaverso*, nell'ambito del Convegno "La politica nel Metaverso. Tecnologia e Ambiente per progettare il futuro" tenutosi a Roma e sul Metaverso il 28 giugno 2022

PAOLINI E., *Commento agli artt. 35 decies – 40ter*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021

PAOLINI E., *Commento all'art. 36 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021

PAOLINI E., *Commento all'art. 39 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Cavallaro G., Pisa, 2021

PERRONE A., *La nuova vigilanza Regtech e capitale umano*, in *Banca, borsa, tit. cred.* n. 1/2020

PERUGINI M.L. – DAL CHECCO P., *Introduzione agli Smart Contract*, 2015

PESCATORE G., *L'amministratore persona giuridica*, Milano, 2012

PETRIN M., *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review* n. 3/2019

PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004

PICARDI L., *Testo Unico della Finanza*, Torino, 2002

PICOTTI L., *Profili penali del "cyberlaundering": le nuove tecniche di riciclaggio (Criminal profiles of "cyberlaundering": new laundering techniques)*, Relazione al Convegno Trent'anni di diritto penale dell'economia, Verona, 20-21 ottobre 2017, in

*Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2018, fasc. 3-4

PONTOLILLO V., *Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998

PROCIDA MIRABELLI DI LAURO A., *La vendita immobiliare nel diritto comparato*, in *Le vendite immobiliari. Statuti, tecniche e tutele*, a cura di Bocchini F., Milano, 2022

PUGH W., *Why not appoint an algorithm to your corporate board?*, in *Future Tense*, 2019

PUPO C.E., *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2021

RAPPORTO OCSE, *Blockchain Technology and Corporate Governance, Technology, Markets, Regulation and Corporate Governance*, del 6 giugno 2018

RAPPORTO OCSE, *The Policy Environment for Blockchain Innovation and Adoption, 2019 OECD Global Blockchain Policy Forum Summary Report*, 2019

RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2015, vol. II

RENZULLI V. – TUCCI A., *I fondi comuni di investimento*

RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni d'investimento nella L. 77/1983*, Milano, 1985

RESCIO G. A., *L'apporto a fondo immobiliare*, relazione al Convegno “L'evoluzione dei fondi comuni immobiliari”, Milano, 2012

RESTUCCIA D., *I fondi d'investimento chiusi*, Bari, 2012

RIBSTEIN L.E.-LIPSHAW J.M.-MILLER E.S.-FERSHEE J.P., *Unincorporated business entities*, New York, 2013.

RINALDI R., *I fondi immobiliari: andamento del mercato, rischi, sviluppi normativi nel documento pubblicato da Banca d'Italia e presentato in occasione del Convegno Assogestioni del 7 aprile 2011*

ROBUSTELLA C – PAPADIMITRIU C.E., *Spunti ricostruttivi in tema di smart contracts, tra innovazione, tecnologia e regola giuridica*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2022

ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, cit., 261

ROSSI G. *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967

RULLI E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista ODC*, 2019

RUSSO E., *Il Diritto Immobiliare*, Milano, 2019

RUSSO E., *L'evoluzione giurisprudenziale in materia di fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019

SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione di fondi comuni di investimento*, Milano, 1995

SACCO GINEVRI A., *La mutazione dell'impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell'economia*, in *Supplemento NGCC*, n. 5/2020

SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001

SALVATORE L., *Il trend favorevole all'operatività del trust in Italia: esame ragionato di alcuni trusts compatibili in un'ottica notarile*, in *Contr. e Impr.*, 2000

SANDEI C., *Intelligenza artificiale e funzionamento degli organi sociali*, in *Riv. Dir. Civ.* 4/2022

SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Rivista delle Società*, 2-3, 2015

SANNA L., *Come la blockchain può essere impiegata nelle transazioni immobiliari e nella sanità*, 2020, su [blockchain4innovation](#)

SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?* in *Società*, 2011, 9, 1057

SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I, 737

SANTONI A., *Crisi del fondo comune di investimento, crisi della SGR e accordo di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. comm.*, I, 2018

SANTORO PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1997

SARZANA DI SANT'IPPOLITO F. – NICOTRA M., *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Milano, 2018

SAVI G.P., voce *-Società finanziaria ("Holding") e società d'investimento ("Investment trust")*, NNDI, vol. XVII, Torino, 1970

SBARBARO F. M., *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica: prime note sul recente dibattito in tema di autonomous entity*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020

SCANO A.D., *Fondi comini immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, 5

SCANO A.D., *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018

SCHIAVELLI R. F. e CRESCI D., *Le Sgr e i fondi immobiliari*, in *Il Diritto Immobiliare*, a cura di Russo E., Milano, 2019

SCHIAVELLO E., *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in SFEF, 2011

SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità, Parte prima*, in *NGCC* n. 3/2022

SCIUTO M. – BIASIN M., *Il fondo di credito diretto (Direct Lending Fund)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, Parte I, fasc. 5

SEMERARO G., *Da PNRR e PNC una spinta all'uso del BIM*, in *Igiene e sicurezza del lavoro* n. 10/2022

SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, II



SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000

SFAMENI P. e PENNA M., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di in Sfameni e Giannelli, Milano, 2018

SODA A.P., *Commento sub art. 36*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998

SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Soc., 2015, 6

SPOSATO D.P., *ICI/IMU a carico dei fondi immobiliari e non della società di gestione*, in *Corr. Trib.*, n. 46/2013

STAZI A. *Automazione contrattuale e contratti intelligenti*, Torino, 2019

STELLA RICHTER M. JR., *L'acquisto delle proprie azioni dopo il D.Lgs 142/2008*, in *Studi di Impresa*, Studio n. 35-2009/I

STELLA RICHTER JR. M., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti, I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. - Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P. - Gabrielli E.

STELLA RICHTER JR. M., *La governance delle società di gestione del risparmio*, in in *Giur. Comm.*, 2009, fasc. 4

STELLA RICHTER JR. M., *Long termism*, in Riv. Soc. n. 1/2021

SZABO N., *Smart contracts: building blocks for digital markets*, in *EXTROPY: The Journal of Transhumanist Thought*, 1996

SZABO N., *The idea of smart contracts*, 1997

THIBAUT C., *Why your company needs a Chief Algorithm Officer*, 26 settembre 2018

TOMBARI U., *Il controllo interno dell'organo amministrativo*, in *Corporate Governance e "sistema di controlli"*, Torino, 2018

TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate. Commento sistematico al «Testo Unico» delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro,

Torino, 1999

TRONCONI O. – CIARAMELLA G.A. – PISANI B., *La finanziarizzazione del mercato immobiliare*, in *La gestione di edifici e di patrimoni immobiliari: asset, property e facility management, analisi, modelli operativi ed esperienze a confronto*, edita da *Il sole 24 ore*, Milano, 2007

TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007

TUCCI A., "Servizio" e "Contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. e Lener R., in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno P. – Gabrielli E., Torino, 2011

TUCCI A., voce *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, promossi da Natalino Irti, Milano, 2011

URBANI F., *Responsabilità degli amministratori e business judgment rule "all'italiana"*, in *Rassegna critica della giurisprudenza dell'ultimo biennio e spunti di riflessione sulla "procedimentalizzazione" dell'attività gestoria*, 30 aprile 2019

TULLIO P., *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in *AGE*, 2019

URBANI P. – CIVITARESE MATTEUCCI S., *Diritto urbanistico*, Torino, 2010, 276

VELLA F., «Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca Impresa Società*, 1998

VELLA F., *Testo Unico della Finanza*, a cura di Campobasso, Torino, 2002

VELO D., *Gli investment trusts: redditività e influenza della loro gestione sul mercato finanziario nell'esperienza statunitense*, Milano 1971

VERSTAPPEN R., *Utility and necessity of ESG benchmarking in real estate*, pubblicato su [www.inrev.org](http://www.inrev.org), 2022

- VIGO R., *Impresa e pubblicità immobiliare*, Milano, 2001
- VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in Riv. Soc., 1969
- WADE M., *Corporate Responsibility in the Digital Era*, in MIT Sloan Manag. Rev., 28.4.2020
- WANDMACHER R. – WEGMAN N., *Tokenization and Securitization - A Comparison with Reference to Distributed Ledger Technology*, in *Facetten der Digitalisierung. Schriften der accadis Hochschule* a cura di Thorauer e Kexel, Wiesbaden, 2020
- ZAMBARDINO F., *La tokenizzazione del settore immobiliare*, in *Ianus*, 2020
- ZENO ZENCOVICH V., *Big data ed epistemologia giuridica*, in *Dati e algoritmi, Diritto e diritti nella società digitale*, a cura di Faro S.– Frosini T.E.– Peruginelli G., Bologna, 2020;
- ZIRNSTEIN F., *Rapporto del Direttore Generale in Analisi di Scenari Immobiliari*, presentata in occasione del Convegno *Forum dell'Abitare 2022*, Milano, su <https://www.scenari-immobiliari.it/mc-events/forum-dellabitare-2022/>

## Sitografia

<https://www.ilsole24ore.com/art/una-blockchain-immobiliare-garanzia-mercato-npl-AC44prLB>

[https://www.monitorimmobiliare.it/kaaja-introduce-la-notarizzazione-delle-proprietari-immobiliari-su-blockchain\\_20225101133](https://www.monitorimmobiliare.it/kaaja-introduce-la-notarizzazione-delle-proprietari-immobiliari-su-blockchain_20225101133)

<https://comaan.it/2020/04/10/le-potenzialita-della-blockchain-nel-settore-immobiliare/>

<https://mattonecrowd.it/tokenizzazione-immobiliare-su-ethereum/>

<https://www.idealista.it/news/aste-immobiliari/2022/02/02/157585-dalle-opere-darte-ai-beni-immobili-cosa-e-la-tokenizzazione-e-come>

<https://www.agendadigitale.eu/documenti/blockchain-e-mercato-immobiliare-i-vantaggi-degli-smart-contract/>

[https://www.cetif.it/wp-content/uploads/2021/05/CS-SIA\\_Cetif\\_Reply\\_Fideiussioni-Digitali.pdf](https://www.cetif.it/wp-content/uploads/2021/05/CS-SIA_Cetif_Reply_Fideiussioni-Digitali.pdf);

[https://www.notaiolevante.com/post/trasferimento-di-immobile-con-corrispettivo-in-bitcoin-vendita-o-permuta](https://www.notaiolevante.com/post/trasferimento-di-immobile-con-corrispettivo-in-bitcoin-vendita-o-permuta;);

[https://www.idealista.it/news/finanza/fisco/2018/01/15/124974-acquisto-casa-bitcoin](https://www.idealista.it/news/finanza/fisco/2018/01/15/124974-acquisto-casa-bitcoin;);

<https://www.immobiliare.it/news/comprare-casa-in-bitcoin-le-criptovalute-stanno-conquistando-il-mercato-immobiliare-italiano-48805>;

<https://www.proptech360.it/real-estate/>

<https://www.proptech360.it/real-estate/ret-ventures-165-milioni-di-dollari-al-fondo-usa-per-continuare-a-investire-sul-proptech/>

[https://www.dirittobancario.it/wp-](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/francazi_1._recepimento_della_aifmd_in_italia_e_spunti_emir_2014.pdf)

[content/uploads/sites/default/files/allegati/francazi\\_1.\\_recepimento\\_della\\_aifmd\\_in\\_italia\\_e\\_spunti\\_emir\\_2014.pdf](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/francazi_1._recepimento_della_aifmd_in_italia_e_spunti_emir_2014.pdf)

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/>

library/2015/11/esma\_2013\_00600000\_it\_cor.pdf

[https://www.consob.it/documents/46180/46181/bi\\_2015\\_01\\_19.pdf/106767de-3122-41c0-8727-1d07e2bf300e](https://www.consob.it/documents/46180/46181/bi_2015_01_19.pdf/106767de-3122-41c0-8727-1d07e2bf300e)

<https://www.inrev.org/system/files/2022-01/Characteristics-of-Non-Listed-Real-Estate%20in-Investment-Portfolio-2021-Italian.pdf> consultato in data 20 aprile 2022.

<https://rivista.dirittobancario.it/la-soggettivita-dei-fondi-comuni-di-investimento-appunti-margine-della-pronuncia-di-tribunale-di>

<https://www.inrev.org/system/files/2022-01/Characteristics-of-Non-Listed-Real-Estate%20in-Investment-Portfolio-2021-Italian.pdf>

<https://www.dirittobancario.it/art/sgr-e-trustee-convergenze-e-divergenze-rispetto-modalita-esecuzione-pubblicita-immobiliare/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html>

<https://fchub.it/levoluzione-dei-comitati-endo-consiliari-nella-corporate-governance/>

<https://www.assogestioni.it/articolo/protocollo-di-autonomia-per-la-gestione-dei-conflitti-dinteresse#:~:text=Il%20Protocollo%20di%20Autonomia%20%C3%A8,per%20la%20loro%20efficiente%20gestione.>

[http://wp.demm.unimi.it/tl\\_files/wp/2009/DEMM-2009\\_035wp.pdf](http://wp.demm.unimi.it/tl_files/wp/2009/DEMM-2009_035wp.pdf)

<https://www.dirittobancario.it/art/la-direttiva-aifm-e-la-funzione-preposta-alla-valutazione-dei-beni-del-fondo/>

[https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/03/4\\_L-apporto-a-fondo-immobiliare.pdf](https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/03/4_L-apporto-a-fondo-immobiliare.pdf)

[https://www.mediolanumgestionefondi.it/static-assets/pdf\\_gf/Politica\\_gestione\\_conflitti\\_di\\_interesse\\_MGF.pdf](https://www.mediolanumgestionefondi.it/static-assets/pdf_gf/Politica_gestione_conflitti_di_interesse_MGF.pdf)

<https://www.scenari-immobiliari.it/shop/i-fondi-immobiliari-in-italia-e-alleestero-rapporto-2021/>

<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/fondi-immobiliari->

[retail/index.html](#)

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2011/Rinaldi\\_70411.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2011/Rinaldi_70411.pdf)

<https://www.docenti.unina.it/webdocenti-be/allegati/materiale-didattico/3992>

<https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/linee-guida-fondi-immobiliari.pdf>

<https://www.proptech360.it/tutto-sul-propotech/glossario/propotech-definizione>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/differenza-tra-token-fungibili-e-token-non-fungibili.htm>

<https://www.aspentimes.com/trending/in-18-million-deal-nearly-one-fifth-of-st-regis-aspen-sells-through-digital-tokens/>

<https://notarizzazione.almaviva.it/>; <https://notarizzazione.cloud/>;

<https://knobs.it/notarizzazione-come-notarizzare-file-e-creare-nft-su-blockchain/>

<https://re2bit.com/2022/05/10/kaaja-avvia-la-notarizzazione-delle-proprieta-immobiliari-su-blockchain/><https://re2bit.com/2022/05/10/kaaja-avvia-la-notarizzazione-delle-proprieta-immobiliari-su-blockchain/>

<https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1142&context=ndjicl>

[https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD\(2018\)1/REV1&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1&docLanguage=En)

<https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>.

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/05/19/cantieri-110-costruzioni/>

[https://www.lastampa.it/economia/2022/02/14/news/superbonus\\_massimali\\_aumentati\\_d\\_el\\_20\\_per\\_costi\\_materie\\_prime\\_e\\_inflazione-2855449/](https://www.lastampa.it/economia/2022/02/14/news/superbonus_massimali_aumentati_d_el_20_per_costi_materie_prime_e_inflazione-2855449/)

<https://ssrn.com/abstract>

<https://jaxenter.com/big-data-chief-algorithm-officer-149602.html>.

<https://www.inrev.org/committees/technology-innovation>

<https://businesslawtoday.org/2019/02/corporate-directors-must-consider-impact-artificial-intelligence-effective-corporate-governance/>

[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3037403](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3037403)

<https://slate.com/technology/2019/03/artificial-intelligence-corporate-board-algorithm.html>

<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

<https://journals.library.columbia.edu/index.php/CBLR/article/view/5118>

[https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2\\_664.pdf](https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2_664.pdf)

<https://ssrn.com/abstract=3244160>

[https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2\\_664.pdf](https://cije.up.pt/client/files/0000000001/2_664.pdf)

[www.oecd.org/finance/2019- OECD-Global-Blockchain-Policy-Forum-Summary-Report.pdf](http://www.oecd.org/finance/2019- OECD-Global-Blockchain-Policy-Forum-Summary-Report.pdf)

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione- gestione/2019/rel\\_gest\\_BI-2018.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione- gestione/2019/rel_gest_BI-2018.pdf)

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel_2019.pdf)

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf_2019.pdf)

<https://www.consob.it/documents/1912911/1997967/discorso2018.pdf/2ba86c6c-85b4-fc2e-4522-0895e955afb7>

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3531924](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3531924)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0206>

<https://www.altalex.com/documents/news/2022/06/29/regolamento-europeo-intelligenza-artificiale>

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3534898](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3534898)

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

<https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/13e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en>

<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/34482>

<https://www.scenari-immobiliari.it/mc-events/forum-dellabitare-2022/>

<https://sloanreview.mit.edu/article/corporate-responsibility-in-the-digital-era>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0241&from=IT>

[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0372_IT.html)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021IP0073&from=EN>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071&print=true>

[https://asvis.it/public/asvis2/files/Eventi\\_Flash\\_news/Note\\_e\\_Studi\\_6-2021.pdf](https://asvis.it/public/asvis2/files/Eventi_Flash_news/Note_e_Studi_6-2021.pdf)

<https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2019.pdf/5d508397-a2f9-4abf-be87-8cb278a1997d>

<https://www.morningcapital.eu/notizia/criteri-esg-real-estate-cosa-sono>

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Donato\\_lunga\\_marcia\\_fattori\\_ESG\\_25112021.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Donato_lunga_marcia_fattori_ESG_25112021.pdf)

[https://www.unepfi.org/themes/climate-change/managing-transition-risk-in-real-estate-aligning-to-the-paris-climate-agreement/.](https://www.unepfi.org/themes/climate-change/managing-transition-risk-in-real-estate-aligning-to-the-paris-climate-agreement/)

[https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf.](https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf)

[https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf)

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1270.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32021L1270)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>

<https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Delibera-Consob-28-luglio-2022-n.-22430.pdf>

<https://www.deepki.com/it/blog/evoluzione-delle-regolamentazione-esg-nel-settore-immobiliare%EF%BF%BC/>



<https://www.deacapitalre.com/esg/>

<https://blog.fondocagrande.it/>

<https://www.fabricasgr.com/approccio-esg/>

<https://www.coima.com/it/sostenibilita/obiettivi-esg>

<https://www.finintsg.com/it/news/gresb-premia-le-performance-esg-dei-fondi-di-finint-sgr>

[https://www.inrev.org/system/files/2021-03/Altera\\_ESG-Benchmarking\\_Article.pdf](https://www.inrev.org/system/files/2021-03/Altera_ESG-Benchmarking_Article.pdf)

[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3037403](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3037403)

<https://ssrn.com/abstract=3232663>

<https://ssrn.com/abstract=3332735>

<https://ssrn.com/abstract=3302927>

[http://ssrn.com/abstract\\_id=3392321](http://ssrn.com/abstract_id=3392321)

[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2017-0051\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2017-0051_IT.html)

[www.notariato.it/sites/default/files/35.pdf](http://www.notariato.it/sites/default/files/35.pdf)

<https://slate.com/technology/2019/03/artificial-intelligence-corporate-board-algorithm.html>

<https://doi.org/10.1007/s40804-022-00251-5>

<https://www.iusinitinere.it/fenomeno-del-web-sommerso-lecito-illecito-622>

<http://szabo.best.vmh.net/idea.html>

[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech\\_in\\_Italia\\_2017.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf)

<https://uibm.mise.gov.it/index.php/en/lotta-alla-contraffazione/servizi-per-imprese-e-consumatori/tecnologie-anticontraffazione/sot-servizio-orientamento-tecnologie-anticontraffazione/tecnologie-distributed-ledger>

<https://mpa.ub.uni-muenchen.de/115307/>

<https://www.we-wealth.com/news/investimenti/immobiliare/metaverso-un-mercato-da->

scoprire-per-il-real-

estate#:~:text=Per%20avere%20una%20dimensione%20economica,in%20un%20metaver  
so%E2%80%9D%2C%20ha%20illustrato

[https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/1651566/464500/R.%20de%20Caria2c%20The%20Legal%20Meaning%20of%20Smart%20Contracts%2C%20ERPL\\_26\\_0602.pdf](https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/1651566/464500/R.%20de%20Caria2c%20The%20Legal%20Meaning%20of%20Smart%20Contracts%2C%20ERPL_26_0602.pdf)

[https://finpedia.vn/wp-content/uploads/2022/02/Ethereum\\_white\\_paper-a\\_next\\_generation\\_smart\\_contract\\_and\\_decentralized\\_application\\_platform-vitalik-buterin.pdf](https://finpedia.vn/wp-content/uploads/2022/02/Ethereum_white_paper-a_next_generation_smart_contract_and_decentralized_application_platform-vitalik-buterin.pdf)

<https://studiomartelli.it>

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2729545](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2729545)

<https://revista-aji.com/wp-content/uploads/2022/04/57.-Emanuela-Maio-1334-1347.pdf>

<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-68.pdf>

<https://www.proptech360.it/tecnologie/investimenti-immobiliari-nel-metaverso-35-miliardi-entro-il-2025/>

[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0005\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0005_IT.html)

[https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0373&from=PL)

[content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0373&from=PL](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0373&from=PL)

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2015/09/14/gli-smart-contracts-come-nuove-leggi-meglio-maneggiare-con-cura/>

<https://www.altalex.com/documents/2016/05/25/smart-contract-nuovi-orizzonti-del-fintech>

<https://www.blockchain4innovation.it/mercati/sanita/come-la-blockchain-puo-essere-impiegata-nelle-transazioni-immobiliari-e-nella-sanita/>

<https://www.altalex.com/documents/news/2020/10/21/blockchain-smart-contract-benefici-limiti>

<https://journals.uniurb.it/index.php/pea/article/view/3580>

<https://www.dirittobancario.it/art/blockchain-e-la-rivoluzione-legale-degli-smart-contracts/>

<https://notarizzazione.almaviva.it/>

<https://notarizzazione.cloud/>

<https://knobs.it/notarizzazione-come-notarizzare-file-e-creare-nft-su-blockchain/>

<http://landing.bitland.world/>

<https://e-estonia.com/>

[https://law-economic-studies.law.columbia.edu/sites/default/files/content/Luca%20Enriques%20\(2019\)%20Corporate%20Technologies%20&%20the%20Tech%20Nirvana%20Fallacy.pdf](https://law-economic-studies.law.columbia.edu/sites/default/files/content/Luca%20Enriques%20(2019)%20Corporate%20Technologies%20&%20the%20Tech%20Nirvana%20Fallacy.pdf)

<https://www.judicium.it/contratto-intelligente-questioni-diritto-civile/>

[www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)

[www.dircomm.it](http://www.dircomm.it)

[www.Foro.it](http://www.Foro.it)

[www.proptech360.it](http://www.proptech360.it)

[www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

[www.altalex.com](http://www.altalex.com)

[www.dimt.it](http://www.dimt.it)