

VII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO: VALORI,
PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

LUIGI ARDIZZONE

Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf

SOMMARIO: 1. L'obiettivo del *paper*. - 2. Le implicazioni del requisito della *autonomia* del gestore rispetto agli investitori. - 3. Le implicazioni del c.d. *fattore tempo* sul rapporto tra i soci *investitori* e la società. - 4. Le conseguenze della "importazione" nel modello societario di "meccanismi" caratterizzanti il modello contrattuale. - 5. Sintetiche osservazioni finali.

1. L'obiettivo del paper.

L'obiettivo di questo *paper* consiste nel valutare le peculiarità di cui sono stati connotati alcuni istituti di diritto societario nella disciplina della Sicaf, di ascendenza europea e di recente "importazione" nell'ordinamento interno in occasione del recepimento della *Alternative Investment Funds Managers Directive* ⁽¹⁾. Si intende, in particolare, porre

⁽¹⁾ In sede di recepimento della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (d'ora innanzi anche "Aifmd"), mediante il d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, il nostro legislatore ha colto l'opportunità di prevedere un veicolo di investimento in forma societaria - la Sicaf, appunto - prefigurata fin dalla direttiva 85/611/CEE (art. 1, comma 3: «Conformemente al diritto nazionale, [gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari] possono assumere la forma contrattuale (fondo comune di investimento, gestito da una società di gestione) o di «trust» («unit trust») oppure la forma statutaria (società di investimento)». In merito, v. l'art. 12, lett. n), l. 6 agosto 2013, n. 96, con cui si delegava il legislatore a «ridefinire [...] anche la disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) diversi dai fondi comuni di investimento [...]». Il dibattito sulla gestione collettiva *chiusa* in forma societaria è, però, ben più risalente (cfr., per tutti, B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Giuffrè, Milano, 1959, 504 ss.; G.E. COLOMBO, *La società d'investimento mobiliare*, in AA. VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Cedam, Padova, 1967, 319 ss.).

l'attenzione sulla figura dei soci *investitori* in rapporto a quella dei soci *gestori*, nel quadro degli elementi caratterizzanti l'attività di gestione collettiva del risparmio secondo la modalità *chiusa*, tenendo conto dello schema d'investimento tipico delle operazioni di *private equity* (2).

La distinzione tra tali due tipologie di soci trae origine dal requisito generale di "autonomia" di *chi gestisce* rispetto a *chi investe*, con conseguente necessaria divaricazione tra *potere* e *rischio*. È chiaro in tal senso l'art. 1, comma 1, lett. k), T.u.f. ove si definisce "Oicr" un «organismo [...] gestito in monte nell'interesse degli investitori e in *autonomia* dai medesimi [...]» (enfasi aggiunta) (3). In merito, nel par. 2 si cercherà di valutare come coniugare detto requisito con l'eventuale nomina di soci *investitori* (o loro rappresentanti) nell'organo amministrativo. In secondo luogo, nel par. 3 si tenterà di individuare l'incidenza sulla disciplina societaria che potrebbe conseguire dal profilo temporale caratterizzante specificamente gli investimenti nella gestione collettiva del risparmio secondo la modalità *chiusa*, cui è riconducibile la Sicaf. Infine, nel par. 4 verrà compiuta una lettura della disciplina societaria speciale selezionando le deroghe di maggior rilievo rispetto alla disciplina comune che, come avremo modo di vedere, sono in gran parte dovute alla "importazione" di regole dal modello contrattuale nel modello societario.

2. Le implicazioni del requisito della autonomia del gestore rispetto agli investitori.

Nel modello contrattuale, la *autonomia* tra gestore e investitori incide sulla qualificazione della natura del contratto tra di essi intercorrente, posto che tale caratteristica rappresenta il principale elemento di differenziazione rispetto al contratto tipico di mandato (4). Essa, infatti, incide sullo svolgimento del rapporto contrattuale, dovendosi escludere la possibilità di interferenza, rispetto agli investimenti decisi dal

(2) Nel corso del *paper*, si farà, infatti, riferimento ai FIA mobiliari. Comunque, rispetto al rapporto tra soci *gestori* e soci *investitori*, quanto affermato varrà anche per i FIA immobiliari.

(3) Cfr. F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, II, Il Mulino, Bologna, 2012, 249.

(4) Cfr. già R. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 285 ss., con argomentazioni che, pur precedenti al varo della disciplina interna, risultano essere ancora attuali.

gestore, da parte degli investitori, singolarmente oppure per mezzo dei comitati da essi espressi e variamente denominati (di controllo e/o consultazione).

Nel modello societario dovrebbe, invece, derivarne: (a) una differenziazione *strutturale* tra soci *gestori* (equiparabili ai soci-*partner* di una Sgr) e soci *investitori* (equiparabili ai sottoscrittori delle quote di un fondo chiuso), per quanto uniti dal contratto associativo; (b) l'estraneità dei soci *investitori* rispetto alla *gestione* del patrimonio raccolto.

Considerando che l'investimento collettivo di detto patrimonio costituisce necessariamente oggetto esclusivo della società, ai sensi degli artt. 1, comma 1, lett. *i-bis*), e 35-*bis*, comma 1, lett. *f*), T.u.f., ne consegue il dubbio circa la possibilità per i soci *investitori* di comporre l'organo amministrativo, eventualmente anche con attribuzione di deleghe ⁽⁵⁾.

La risposta del tutto negativa non convince, risultando incompatibile con lo *status* di socio una limitazione *a priori* e *assoluta* del diritto di voto nel concorrere alla formazione dell'organo amministrativo (eventualmente anche nominando se stessi); ciò, a maggior ragione, dovendosi distinguere - nella intersezione tra disciplina speciale e disciplina comune - tra: (a) *gestione* del patrimonio raccolto (di competenza dei soli soci *gestori*) e (b) *amministrazione* della società.

Dunque, dovrebbe potersi affermare la possibilità per i soci *investitori* di concorrere - con il proprio voto in assemblea e in prima persona quali componenti dell'organo amministrativo - a tutte le attività che non siano riferibili *specificamente* alla gestione del patrimonio raccolto. Essi saranno, pertanto, legittimati: non solo (a) a partecipare alla votazione assembleare per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo ⁽⁶⁾; ma anche (b) ad essere essi stessi nominati; nonché (c) ad essere delegati all'esercizio di attività non attinenti alla gestione del patrimonio raccolto, ossia essenzialmente alle attività di carattere *organizzativo*, stante la predetta esclusività dell'oggetto sociale.

Potranno anche concorrere, quali componenti dell'organo amministrativo, alla stipula di contratti di *advisory* che riconoscano il

⁽⁵⁾ Più semplice è declinare il quesito rispetto al *sistema dualistico*, salvo riproporsi il dubbio - cui dare risposta affermativa in base a quanto si sta per dire - in merito alla possibilità di attribuire competenze di alta amministrazione al consiglio di sorveglianza.

⁽⁶⁾ Circa l'esercizio del diritto di voto in assemblea da parte dei soci *investitori* in veicoli di gestione collettiva chiusa in forma societaria, v. già G.E. COLOMBO, cit. (nt. 1), 321, che lo considera espressione di «un minimo di collaborazione attiva» da parte degli stessi, da intendersi - sempre secondo l'A. - anche quale mezzo per contrastare il rischio di predominio degli amministratori prefigurato da B. LIBONATI, cit. (nt. 1), 492 ss.

diritto a un soggetto esterno (*advisor*) di nominare i componenti del comitato degli investimenti. Nella prospettiva in esame non sembra, infatti, avere rilievo il fatto che il soggetto cui sia attribuita la responsabilità per la gestione del patrimonio raccolto: (i) sia *esterno* alla società e assuma le scelte gestorie direttamente tramite la propria struttura (l'ipotesi espressamente consentita dall'art. 38 T.u.f.) ⁽⁷⁾; ovvero (ii) sia *esterno* alla società e determini indirettamente le scelte gestorie mediante la scelta dei soggetti responsabili delle stesse ⁽⁸⁾. Qualora, invece, egli fosse *interno* alla società, assumendo, direttamente e anche tramite dipendenti, le *specifiche* scelte gestorie, dovrebbe trattarsi necessariamente di un socio *gestore*. Contrasterebbe, infatti, con il requisito di autonomia l'attribuzione a soci *investitori* - a prescindere dal ruolo - di compiti di gestione del patrimonio raccolto, in prima persona e anche tramite il coordinamento di comitati degli investimenti.

Più complesso è il caso delle competenze attinenti alla gestione del patrimonio raccolto che restino in capo all'intero organo amministrativo, quindi, senza essere oggetto di specifica delega. Potrebbe ipotizzarsi la necessità di *astensione* da parte degli amministratori che siano espressione degli *investitori* oppure forse potrebbe essere sufficiente anche solo il fatto che essi siano in minoranza rispetto ai *gestori*, essendo altresì preferibilmente dotati del requisito di *indipendenza*. D'altronde, in relazione sia al requisito dell'autonomia sia alla prassi operativa nel settore, non sembra verosimile che l'equilibrio tra soci *gestori* e soci *investitori* in concreto si traduca nella maggioranza di questi ultimi nell'organo amministrativo, pur a fronte della maggioranza dei conferimenti. È, quindi, ragionevole (se non d'obbligo) supporre un frequente uso di quegli strumenti del diritto comune, come anche del diritto speciale, che consentono di alterare la proporzione tra conferimenti e potere di governo della società.

⁽⁷⁾ In quest'ultima ipotesi, l'autonomia richiesta viene garantita dal fatto che la gestione del patrimonio raccolto tra i soci *investitori* sia affidata a un soggetto *esterno* alla società, restando all'organo amministrativo della Sicaf i compiti di gestione della sola parte di patrimonio "essenziale", a fronte di un capitale sociale nella misura sufficiente per il permanere dell'autorizzazione da parte di Banca d'Italia.

Per dette ragioni, il ricorso alla *eterogestione* potrebbe condurre a uno scenario in cui si individuino in capo alla Sicaf solo gli interessi degli *investitori*, come se si trattasse di dare veste societaria non alla "somma" di Sgr e fondi, bensì ai singoli fondi, essendo la gestione dei relativi patrimoni esterna e in capo al gestore designato, che, in effetti, potrebbe ben essere (di nuovo) una Sgr.

⁽⁸⁾ È, invece, probabilmente differente, in relazione alle fattispecie elencate, la declinazione di responsabilità per l'organo amministrativo.

Per quanto riguarda le Sicaf *riservate* a investitori professionali, si pensi soprattutto all'emissione di categorie di azioni senza diritto di voto o prive del diritto di votare per la nomina degli amministratori (in capo ai soci *investitori*), oppure ancora (viceversa) di azioni con voto plurimo (in capo ai soci *gestori*) ⁽⁹⁾, eventualmente "facendo leva" sulla teoria che ammette la possibilità di attribuire, per il tramite delle categorie di azioni, il potere di nomina della maggioranza (o della totalità) dell'organo amministrativo a soci titolari della minoranza del capitale, pur fermo il limite di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c. ⁽¹⁰⁾. Si pensi, inoltre, alla possibilità di *comprimere* la quota di capitale complessivamente spettante ai soci *investitori* alterando la proporzionalità dei conferimenti, in tal modo, quindi, garantendo la maggioranza dei voti ai soci *gestori* ⁽¹¹⁾.

Per quanto riguarda le Sicaf non riservate potrebbe, invece, ipotizzarsi un frequente uso delle azioni al portatore (di cui si dirà nel par. 4), poiché caratterizzate dal voto capitolario, in luogo delle categorie di azioni la cui emissione è ad esse preclusa in forza del divieto espresso nel *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* ⁽¹²⁾: «[I]o statuto [...] delle SICAF non riservate a investitori professionali, fermo restando la possibilità di creare più comparti di investimento, non può prevedere: i) la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi, anche con

⁽⁹⁾ Si consideri che nel testo inizialmente predisposto dal Governo, in collaborazione con Banca d'Italia e Consob, del decreto legislativo di recepimento della Aifmd, posto in pubblica consultazione - *Consultazione pubblica sulle norme per l'attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), e per l'applicazione del regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e del regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF)*, reperibile sul sito istituzionale del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro (d'ora innanzi anche "Consultazione Pubblica" oppure "Pubblica Consultazione") - era esclusa la possibilità per le Sicaf di emettere azioni appartenenti a categorie speciali e, dunque, anche azioni prive del diritto di voto o con voto limitato (art. 35-*quater*, comma 7, T.u.f.: «Alle Sicav e alle Sicaf non si applicano gli articoli 2348, commi 2 e 3, [...] e] 2351 [...] del codice civile»).

⁽¹⁰⁾ V. massima n. 142 del 19 maggio 2015, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società), *Massime notarili in materia societaria*, reperibile all'indirizzo www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa.aspx: «la mera combinazione di azioni a voto plurimo e azioni senza voto, può [...] consentire a chi detiene più del 12,5 per cento del capitale sociale di nominare *tutti* i componenti del consiglio di amministrazione».

⁽¹¹⁾ Ciò, però, dovrebbe comportare che il *commitment* sia immediatamente versato, almeno nella misura sufficiente per raggiungere complessivamente la soglia minima del capitale sociale (v. nt. 28).

⁽¹²⁾ *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, adottato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (d'ora innanzi anche "Reg. 2015").

riguardo all'incidenza delle perdite [...]» (Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 3, nota 3) ⁽¹³⁾.

Tuttavia, stante la predetta limitazione del voto, sembra difficile non qualificare anche le azioni al portatore quale autonoma categoria ⁽¹⁴⁾, con conseguente ricaduta all'interno del perimetro del divieto, a meno che esse siano riferite a uno specifico comparto. Infatti, a prescindere dalla qualifica di Sicaf *riservata* o *non riservata*, sembra non potersi ipotizzare la creazione di comparti senza emissione di categorie speciali ad essi collegate – malgrado l'art. 35-*quinquies*, comma 4, lett. c), T.u.f. lasci spazio all'eventualità contraria («può») – non potendosi altrimenti immaginare un diverso modo di rappresentare la partecipazione rispetto al comparto stesso. In tal senso dovrebbe essere inteso l'inciso contenuto nella predetta previsione del Reg. 2015 («fermo restando la possibilità di creare più comparti di investimento»). D'altronde, se così non fosse, non troverebbe mai applicazione la deroga all'art. 2376 c.c. disposta per le Sicaf non riservate dal secondo comma dell'art. 35-*septies* T.u.f. (cui si farà cenno nel par. 4).

Ne consegue che nelle Sicaf *non riservate* dovrebbero essere ammesse differenziazioni tra *singole* categorie di azioni in relazione a *singoli* comparti: per ciascun comparto, una sola categoria di azioni (eventualmente al portatore). Non sarebbe, invece, consentito emettere, a differenza delle Sicaf *riservate*: né (a) categorie di azioni a prescindere dal comparto; né (b) due o più categorie di azioni per ciascun comparto.

Si tratterebbe, peraltro, di categorie speciali *peculiari*, dovendosi verosimilmente prescindere dall'esistenza di un utile generale della società al fine della distribuzione dell'eventuale utile riconducibile al comparto. Pur essendo questa affermazione incompatibile con il diritto comune – si veda la disciplina sul punto delle azioni correlate (qui escluse) *sub* art. 2350, comma 3, c.c. – risulterebbe altrimenti di difficile comprensione come la sorte dell'attività d'impresa riconducibile a singoli comparti possa condizionare gli investitori in altri comparti, a fronte di diversi programmi d'investimento e soprattutto della segregazione patrimoniale che questa “tecnica” comporta.

⁽¹³⁾ Si noti che la previsione era già presente nel testo sottoposto in Pubblica Consultazione.

⁽¹⁴⁾ Così, d'altronde, espressamente l'art. 35-*quinquies*, comma 2, T.u.f.: «[I]e azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di *tale categoria* possedute» (enfasi aggiunta).

I comparti, d'altronde, sono espressione, in seno alla Sica, di un fenomeno generale – di cui si ha evidenza nella gestione collettiva in forma chiusa – che consiste nella erosione dell'importanza dell'ente soggettivizzato a favore di una maggiore centralità del *patrimonio*, cui riconoscere una «direzione» ⁽¹⁵⁾, in una prospettiva *dinamica* che si accompagna all'esercizio (e all'imputabilità) dell'attività d'impresa ad esso riferibile.

3. Le implicazioni del c.d. fattore tempo sul rapporto tra i soci investitori e la società.

L'art. 32-*quater*, comma 2, lett. d), T.u.f., nell'escludere le società di partecipazione finanziaria dalla riserva della gestione collettiva, contrappone lo «scopo principale di generare utili [...] mediante disinvestimenti» (tipicamente riconducibile ai fondi chiusi) allo «scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle» società partecipate (riconducibile, invece, alle società di partecipazione finanziaria). D'altronde, mentre l'orizzonte temporale di investimento per una *holding* coincide astrattamente con la propria (tendenzialmente lunga) durata, non altrettanto può dirsi rispetto ai veicoli di gestione collettiva in forma chiusa, di regola "impostati" su un arco temporale nell'ordine dei dieci/dodici anni.

È, quindi, evidente la centralità del *fattore tempo* ⁽¹⁶⁾. La norma da ultimo menzionata evidenzia come la sua importanza non attiene solo alla mera proiezione temporale, ma anche alla conseguente incidenza che esso ha rispetto alla connotazione dell'attività d'impresa e alle *modalità* di esercizio della stessa, con un significativo rilievo pure nell'ottica delle società partecipate. Infatti, in estrema sintesi, per queste ultime un conto è avere un socio con una prospettiva d'investimento a tempo (potenzialmente) indeterminato, altro conto è che il socio debba vendere la partecipazione entro il termine prefissato nel programma d'investimento.

⁽¹⁵⁾ Cit. da G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 38.

⁽¹⁶⁾ Per un cenno al rilievo del «fattore intermedio tempo» nella gestione di patrimoni, v. P. FERRO-LUZZI, *Il tempo nel diritto degli affari*, in *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Stella Richter jr, Giuffrè, Milano, 2000, 27.

La medesima dicotomia può registrarsi nell'ottica dell'investitore: mentre nella gestione collettiva in forma chiusa questi viene abitualmente soddisfatto con la liquidazione degli investimenti riconducibili al veicolo, in funzione della liquidazione dell'intero patrimonio raccolto e gestito nel termine previsto nel programma d'investimento, nelle società di partecipazione finanziaria il successo dell'investimento non comporta necessariamente la liquidazione della società, ma la sempre maggiore patrimonializzazione della stessa in forza della crescita di valore delle società partecipate. In quest'ultimo caso, il disinvestimento è solamente un'eventualità da intendersi non tanto quale modalità di attuazione esclusiva dello scopo sociale, bensì come una tra le possibili scelte imprenditoriali. La differenza, in effetti, non è data da diverse regole astratte di circolazione degli strumenti finanziari rappresentativi dell'investimento – potendo circolare le quote di fondi chiusi al pari delle azioni delle *holding* (salvi i limiti convenzionalmente previsti) – ma proprio dal fatto che nel risparmio gestito in forma chiusa il più breve orizzonte temporale rende il disinvestimento tramite cessione delle quote un fenomeno in concreto relativamente marginale rispetto al disinvestimento tramite liquidazione del fondo al termine prefissato.

Anche in questa prospettiva dovrebbe, dunque, essere letto il rapporto tra soci *gestori* e soci *investitori* nella Sicaf: questi ultimi affidano il proprio patrimonio ai primi, (come visto) senza alcuna possibilità di incidere sulle scelte di gestione, avendo, però, quale *bilanciamento*, il diritto nei confronti del gestore al disinvestimento in un termine prestabilito (relativamente breve). Detto diritto può concretizzarsi *alternativamente* per mezzo: (a) della liquidazione del patrimonio sociale; (b) della *redemption* delle singole partecipazioni.

La prima ipotesi presuppone che la durata statutaria della società sia fissata secondo i predetti parametri temporali, coincidendo con il programma d'investimento ed essendo, in tal modo, i soci *investitori* soddisfatti insieme ai soci *gestori* ⁽¹⁷⁾. In assenza di un riferimento normativo che fissi soglie temporali, il termine di durata dovrebbe essere concretamente determinato nel rispetto delle rispettive esigenze, non potendo essere: (i) né troppo breve (in relazione ai *gestori*, che devono essere dotati del tempo necessario per effettuare gli investimenti e i successivi disinvestimenti); (ii) né troppo lungo (in relazione agli

(17) Un'ulteriore ipotesi è la previsione in statuto della facoltà per i soci *investitori* di anticipare lo scioglimento della società qualora ricorra un determinato evento.

investitori, per le ragioni menzionate), salvo potersi in concreto giustificare con un particolare obiettivo d'investimento in settori per loro natura caratterizzati da un lontano orizzonte temporale di profittabilità (si pensi, in particolare, ai settori infrastrutturali) ⁽¹⁸⁾.

La seconda ipotesi, invece, prefigura scenari diversi tra soci *gestori* e soci *investitori*, divenendo il *fattore tempo* una linea di demarcazione *strutturale* tra di essi: mentre i primi si pongono in una prospettiva di continuazione *professionale* dell'attività restando "legati" alla società, i secondi mirano alla monetizzazione nell'orizzonte temporale prestabilito nel programma d'investimento (generalmente definito in un contratto collegato allo statuto ed ivi richiamato) avente durata più breve di quella prevista per la società. Strutturalmente questa ipotesi è assimilabile, nel modello contrattuale, a quella della gestione di un singolo fondo da parte di una Sgr che "sopravvive" alla liquidazione del fondo stesso, dando successivamente vita a un ulteriore fondo; l'esistenza di più comparti in seno alla Sicaf è, invece, assimilabile allo schema della Sgr con gestione contestuale di una pluralità di fondi.

Nel modello societario ciò comporta la necessaria coincidenza tra la durata degli investimenti effettuati dalla Sicaf con il patrimonio raccolto tra i soci *investitori*, da un lato, e la durata dell'investimento di questi ultimi nella società, dall'altro, di modo che l'esito del programma d'investimento dovrebbe coincidere con l'*exit* degli investitori dalla società ogniquale volta sia precedente al termine di durata della Sicaf stessa.

L'*exit* si sostanzia nel diritto al rimborso (appunto, *redemption*) riconosciuto agli investitori e comporta l'utilizzo di appositi strumenti di diritto societario comune. Ci si riferisce, in particolare, al *recesso*, nonché, secondo le modalità e i limiti dell'acquisto delle *azioni proprie*, alle cd. *azioni redimibili* (di cui si dirà nel par. 4) ⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁸⁾ Il 1° considerando del regolamento (UE) 2015/760, relativo agli *European long-term investment funds* (Eltif), qualifica i progetti infrastrutturali come investimenti di lunga durata. Si tenga, comunque, presente che il medesimo regolamento si preoccupa di richiedere tutele nel caso in cui il ciclo di vita del fondo superi i dieci anni. In tale ipotesi, qualora l'Eltif sia «offerto agli investitori al dettaglio o collocato presso di essi [...], il gestore [...] o il distributore dovrebbe indicare chiaramente e per iscritto che il prodotto in questione potrebbe non essere adatto a tali investitori al dettaglio che non sono in grado di mantenere un simile impegno illiquido e a lungo termine» (44° considerando).

⁽¹⁹⁾ Cfr. R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 571 ss.; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Giappichelli, Torino, 2013, 7 ss.; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Giuffrè, Milano, 2013, 99.

Si consideri, infine, la peculiarità del *disallineamento* tra durata della Sicaf e durata degli eventuali singoli comparti, giustificati non solo dall'esigenza di declinare la responsabilità patrimoniale secondo una pluralità di programmi d'investimento, ma anche (proprio) di dare *autonomia temporale* a ciascuno di detti programmi. Fermo l'elemento dell'unitarietà organica dell'amministrazione e del controllo della società, il limite di responsabilità nella misura del patrimonio segregato costituito dal comparto altera – come vedremo nel par. 4 – la partecipazione del socio *investitore* alla vita sociale e la differenziazione data dal *fattore temporale* ne amplifica gli effetti.

4. Le conseguenze della "importazione" nel modello societario di "meccanismi" caratterizzanti il modello contrattuale.

Si riscontrano, inoltre, questioni applicative originate dalla "importazione" di connotati propri della gestione collettiva in forma chiusa secondo il modello contrattuale in seno alla disciplina societaria delle Sicaf (20). In particolare, in questo sotto-tipo di società azionaria le posizioni dei soci *investitori* e dei soci *gestori* talvolta sembrano richiamare la contrapposizione tra parti di un contratto in luogo della consueta dialettica tra maggioranza e minoranza. Ciò non è diretta conseguenza di una esplicita distinzione tra "categorie di soci", ma deriva indirettamente (appunto) dalla presenza di regole mutate dal modello contrattuale (e

(20) Negli ordinamenti anglosassoni, per un confronto tra *limited partnership* (del tutto prevalente) e *companies* negli investimenti di *private equity*, cfr., tra altri: T. SPANGLER, *The law of private investment funds*², Oxford University Press, Oxford, 2012, 10 ss.; ID., *Private Equity Fund Structures*, in *A Practitioner's Guide to Private Equity*, a cura di M. Soundy, T. Spangler, A. Hampton, City & Financial Publishing, Old Woking, 2009, 32 ss.; J.A. MCCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate governance of non-listed companies*, Oxford University Press, Oxford, 2008, 186 ss.; G. YATES - M. HINCHLIFFE, *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 8; J. BLAKE - L. ROBINSON, *Private equity fund structures – the limited partnership*, in AA. VV., *Private equity. A Transactional Analysis*³, Globe Law and Business, London, 2015, 31 ss.; J. DOW - D. COOMBER, *The Role of Private Equity*, in *Private Equity: Law and Practice*⁵, a cura di D.J. Cooke, Sweet & Maxwell, London, 2015, 1 s.; M. HUDSON, *Funds. Private Equity, Hedge and All Core Structures*, John Wiley & Sons, Chichester, 2014, 9 ss.; P. CORNELIUS - C. DILLER - D. GUENNOC - T. MEYER, *Mastering Illiquidity. Risk Management for Portfolios of Limited Partnership Funds*, John Wiley & Sons, Chichester, 2013, 43 ss. V. anche già BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *Statement approved by the Inland Revenue and the Department of Trade and Industry on the use of limited partnerships as venture capital investment funds*, 26 May 1987, reperibile all'indirizzo www.bvca.co.uk/ResearchPublications/Publications.

dalla prassi di mercato) in *deroga* – o anche semplicemente ad *integrazione* – della disciplina comune. Il chiaro intento di fornire strumenti analogamente elastici nella regolazione dei rapporti tra gestore e investitori crea, quindi, talvolta *tensioni* a carico della “struttura minima” dell’assetto normativo comune, accentuando il processo di deregolamentazione dei rapporti tra i soci avviato con la riforma del diritto societario.

Ci si riferisce, in primo luogo, alla possibilità offerta dall’art. 35-*quinqüies*, comma 2, T.u.f. di emettere azioni al portatore, necessariamente (a) dotate di libera trasferibilità ⁽²¹⁾ e (b) soprattutto connotate – unico caso in una società azionaria a capitale non variabile – dal voto capitaro. È immediato il richiamo all’analogia previsione per le Sicav (art. 35-*quater*, comma 4, T.u.f.) che ne rappresenta l’ascendenza più ravvicinata, ma, in effetti, esse soddisfano l’esigenza – di cui si è detto nel par. 2 – di ridurre al minimo il potere di *voice* degli *investitori* come nel modello contrattuale in forma *chiusa*. Paradossalmente, però, dette azioni potrebbero creare difficoltà nell’attuare in concreto forse la più importante previsione per quest’ultimo modello ossia la sostituzione del “gestore” per volontà degli investitori (art. 37, comma 3, T.u.f.). Infatti, mentre in tal caso la *sfiducia* è votata dai *sol*i investitori con potere di voto proporzionato all’investimento, nella Sicaf analogo potere di revoca potrebbe essere depotenziato (appunto) dal voto capitaro delle azioni al portatore (rivolte ai soci *investitori*), in un “impari” confronto con le azioni nominative a voto pieno o (perfino) plurimo (rivolte ai soci *gestori*).

In secondo luogo, si guardi alla possibilità che nello statuto di una Sicaf *riservata* a investitori qualificati sia consentito effettuare i versamenti relativi alle azioni sottoscritte in più soluzioni, a richiesta della Sicaf stessa in base alle esigenze di investimento, fermo comunque l’obbligo che il capitale iniziale sia interamente versato (art. 35-*quinqüies*, comma 4, lett. e), T.u.f.). Si traduce, quindi, in regola societaria una diffusa prassi nell’ambito della gestione contrattuale in forma chiusa, con determinazione in contratti di investimento (collegati al regolamento del fondo) degli scaglioni temporali dei versamenti, nonché dei relativi presupposti consistenti in investimenti via via da effettuarsi.

⁽²¹⁾ Viceversa il quarto comma, lett. b), del medesimo art. 35-*quinqüies* T.u.f. consente allo statuto la previsione di «particolari vincoli di trasferibilità delle [sole] azioni nominative».

In questo caso non siamo di fronte a un'ipotesi di *deroga*, bensì di *integrazione* della disciplina societaria comune.

Non si tratta di *deroga*, dovendosi escludere che detta norma (implicitamente) consenta di superare: (a) l'obbligo di versare almeno il venticinque per cento dei conferimenti relativi alle azioni sottoscritte; e (b) l'obbligo di versare integralmente l'eventuale sovrapprezzo⁽²²⁾. Si tratta, infatti, di previsioni aventi fonte nella legislazione europea⁽²³⁾, da ritenersi applicabile anche alle società in questione, non potendo valere né la *deroga* concessa in via generale nella medesima sede normativa per le società di investimento a capitale variabile⁽²⁴⁾, né le deroghe specificamente previste per le società di investimento a capitale fisso⁽²⁵⁾.

La funzione di detta previsione – pur facendo la norma riferimento all'«impegno dell'azionista» – probabilmente allora consiste nella utilità derivante dalla esplicitazione in statuto del *diritto* del socio a non vedersi richiesti i versamenti residui in assenza del realizzarsi dei presupposti convenuti⁽²⁶⁾.

(22) Cfr. P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, 475 s., secondo il quale si tratta di una «conferma di quanto già normalmente applicabile per la società per azioni di diritto comune», salvo il dubbio «se la previsione normativa in esame voglia derogare [...] alla regola generale del “venticinque per cento”» (476).

(23) V. l'art. 30 della direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012, con testo identico a quello dell'art. 26 della Seconda Direttiva in materia societaria (direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976, non modificata sul punto dalla direttiva 2006/68/CE del 6 settembre 2006): «[l]e azioni emesse come corrispettivo di conferimenti a seguito di un aumento del capitale sottoscritto devono essere liberate in misura non inferiore al 25% del loro valore nominale o, in mancanza di valore nominale, del loro valore contabile. Se è previsto un premio di emissione, il relativo importo deve essere versato integralmente». Altrettanto evidentemente vale per i conferimenti in fase costitutiva (art. 9, dir. 2012/30/UE e art. 9 della Seconda Direttiva).

(24) V. l'art. 1, comma 2, dir. 2012/30/UE.

(25) V. gli artt. 17 (in tema di distribuzione agli azionisti) e 22 (in tema di acquisto di azioni proprie), dir. 2012/30/UE.

(26) Viceversa, per il caso di inadempimento del socio, a fronte di una motivata richiesta da parte della società, potrebbe essere prevista una clausola statutaria (avente natura sanzionatoria) di *conversione* delle azioni sottoscritte in azioni di categoria dotata di minori diritti ovvero di *riscatto*. Quest'ultima ipotesi sarebbe realizzabile, pur trattandosi di azioni non interamente liberate (art. 2357, comma 1, c.c., richiamato dall'art. 2437-*sexies* c.c.), in forza della *deroga* di cui all'art. 2357-*bis*, comma 1, n. 1), c.c., anch'esso richiamato dall'art. 2437-*sexies* c.c.). Sulla intersezione tra la fattispecie dell'annullamento delle azioni proprie (in questo caso acquisite per effetto dell'esercizio del diritto di riscatto), da un lato, e il diritto di opposizione dei creditori *ex art.* 2445, comma 3, c.c., dall'altro, v. *infra* nt. 33. Il riscatto in circostanze di inadempimento dei soci *investitori* di una Sicaf è espressamente previsto dagli artt. 113, comma 3, e 82, comma 1, lett. b), legge federale svizzera 23 giugno 2006 c.d. "LICol", nonché dall'art. 111 della relativa ordinanza del 22 novembre 2006 c.d. "OICol".

Non pare, d'altronde, avere alcuna incidenza il fatto che la norma sia rivolta alle sole Sicaf riservate. Sembra, infatti, che la scelta non tragga origine da una diversa visione sistematica, ma semplicemente da questioni di carattere *negoziale* e *organizzativo*, non essendo facilmente ipotizzabile una negoziazione, preliminare all'investimento, tra un'ampia pluralità di investitori (potenzialmente presente nel caso di Sicaf non riservate) e i soci *gestori* per la definizione di puntuali regole relative agli scaglionamenti dei versamenti da indicare in statuto. Resta, comunque, salva la possibilità per i soci *investitori* di Sicaf non riservate di versare solo il 25 per cento dei conferimenti secondo la previsione di diritto comune (art. 2342, comma 2, c.c., invece derogato per le Sicav dall'art. 35-*quater*, comma 3, T.u.f. ove si richiede l'integrale liberazione delle azioni emesse).

Analoghi argomenti sembrano valere rispetto all'ulteriore deroga di cui all'art. 35-*quinquies*, comma 4, lett. *d*), T.u.f., in base al quale lo statuto di una Sicaf – a prescindere dal fatto che sia o meno riservata – può prevedere la possibilità di emettere frazioni di azioni, subordinando, però l'attribuzione e l'esercizio dei diritti sociali al possesso di almeno un'azione⁽²⁷⁾. Si intende consentire la massima elasticità nella formazione del capitale, compatibilmente con il necessario rispetto dei principi inderogabili del diritto comune, da parte dei soci *investitori*.

Dette previsioni, pur essendo apparentemente poco significative, acquistano rilievo, infatti, proprio esplicitando l'idea di fondo di un diverso modo di partecipazione al capitale tra soci *gestori* e soci *investitori*.

I primi devono dotare la società del capitale minimo regolamentare, che naturalmente deve essere integralmente versato⁽²⁸⁾.

I secondi, invece, dotano la società delle risorse da porsi al servizio degli investimenti, eventualmente anche "al di fuori" del capitale sociale tramite versamenti in conto capitale⁽²⁹⁾, oppure sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi. Infatti, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *i-bis*), T.u.f., il patrimonio di una Sicaf può essere raccolto non solo

⁽²⁷⁾ Altrettanto dispone l'art. 35-*quater*, comma 6, T.u.f. per le Sicav.

⁽²⁸⁾ Ai sensi del Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 1, Reg. 2015, il capitale sociale di una Sicaf deve essere pari ad almeno un milione di euro (500 mila qualora sia riservata a investitori professionali) interamente versato. Il requisito si riduce a 50 mila euro per le Sicaf c.d. *sotto soglia* (Sezione III, par. 1). Quest'ultima misura attualmente equivale al capitale minimo richiesto per le Sicaf *eterogestite* (art. 38 T.u.f., cit.), poiché per esse si rinvia al capitale richiesto dal diritto comune per le società azionarie (Sezione IV).

⁽²⁹⁾ Circa i versamenti in conto capitale, v. AIFI, *Risposta alla cit. Consultazione Pubblica*, reperibile all'indirizzo istituzionale del Ministero dell'Economia e delle Finanze (Dipartimento del Tesoro), 26 luglio 2013 (d'ora innanzi anche "Osservazioni Aifi"), 6.

mediante l'offerta di proprie azioni, ma anche di «altri strumenti finanziari partecipativi»; tuttavia la normativa secondaria esclude tale possibilità per le Sicaf non riservate ⁽³⁰⁾. Detti apporti potrebbero essere scaglionati ed eventualmente accompagnati a versamenti residui relativi ad azioni sottoscritte, secondo tempi e presupposti definiti in statuto.

Davanti a questo quadro si ha la sensazione che la partecipazione dei soci *investitori* alla formazione del capitale sociale, conseguente alla natura associativa del rapporto, sia, in effetti, sostanzialmente irrilevante in funzione della dotazione della società del patrimonio da impiegarsi nell'attività di investimento. È come se vi fosse una quota del capitale con *funzione gestoria* e una con *funzione d'investimento*, essendo: la prima equivalente al capitale della Sgr e, quindi, funzionale alla dotazione della società delle risorse da destinarsi alla struttura *organizzativa* per l'esercizio dell'attività caratteristica, astrattamente coperta dai conferimenti dei soci *gestori* e con una proiezione temporale tendenzialmente pari alla durata della società stessa; la seconda caratterizzata da una maggiore flessibilità in quanto funzionale alla dotazione della società del patrimonio da investire e, quindi, da restituire agli investitori una volta completati gli eventuali specifici programmi d'investimento.

Ne consegue che nello stato patrimoniale di una Sicaf avente durata più lunga rispetto a quella di regola caratterizzante i fondi chiusi, i conferimenti dei soci *investitori* dovrebbero essere verosimilmente contabilizzati in minima parte a capitale sociale e in massima parte a riserva (a titolo di sovrapprezzo ovvero apporto nei termini predetti), di

⁽³⁰⁾ Infatti, ai sensi del cit. Titolo III, Capitolo I, Sezione II, par. 3, nota 3, Reg. 2015, «[l]o statuto [...] delle SICAF non riservate a investitori professionali, fermo restando la possibilità di creare più comparti di investimento, non può prevedere: [altresì] ii) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi». In relazione alla possibilità per le Sicaf - anche se, come detto, solamente per quelle riservate - di emettere strumenti finanziari partecipativi, si consideri l'"originalità" della scelta del legislatore interno rispetto alla *Aifmd* ove si fa riferimento solamente all'emissione di quote o azioni. Ad essi non si fa cenno neppure nella nozione di *Oicr* (art. 1, comma 1, lett. *k*), T.u.f.). Sul punto, P. CARRIÈRE, cit. (nt. 22), 478, il quale definisce «eccentrica» detta possibilità rispetto al «modello storicizzato e unico della gestione collettiva del risparmio» (trovando, quindi, conforto nella posizione restrittiva successivamente assunta dalla Banca d'Italia). Non sembra, invece, esservi spazio per gli strumenti finanziari non partecipativi, a fronte del divieto per le Sicaf di emettere obbligazioni (art. 35-*quinquies*, comma 6, T.u.f.). Sugli strumenti finanziari non partecipativi, cfr. M. NOTARI (- A. GIANNELLI), *Art. 2346, comma 6, in Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Giuffrè - Egea, Milano, 2008, 120 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012, 303 ss.

modo che l'esercizio del diritto di *exit* – riconosciuto, in tal caso, ai soci *investitori* – abbia la minor incidenza possibile sul capitale sociale, rispetto al quale, a differenza della Sicav, permangono tutti i presìdi del diritto comune ⁽³¹⁾.

Ad ogni modo, per evitare il rischio di conflitto tra il diritto di *exit* in capo agli investitori e quello di opposizione dei creditori in costanza di riduzione volontaria del capitale, potrebbe ipotizzarsi un frequente uso dell'istituto delle *azioni proprie* ⁽³²⁾, riconoscendosi all'investitore un prezzo in linea con la porzione di riserve disponibili *idealmente* corrispondente a quanto a lui spettante ad esito del completamento del programma d'investimento ⁽³³⁾. In tal caso, sarebbe, quindi, riconosciuta all'investitore una *redemption* secondo lo schema del *recesso* (senza, però, pervenirsi alla

⁽³¹⁾ Si consideri che nel testo posto dal Governo in Pubblica Consultazione era prevista l'equivalenza tra capitale sociale e patrimonio netto anche nelle Sicaf: v. in tal senso la bozza dell'art. 35-*quater*, comma 1, T.u.f. («Il capitale della Sicav e della Sicaf è sempre uguale al patrimonio netto detenuto dalla società, così come determinato ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5»).

⁽³²⁾ Sulla relazione tra società di investimento a capitale fisso e acquisto di azioni proprie, v. l'art. 22 della dir. 2012/30/UE, ove si consente agli Stati membri di derogare ai limiti posti in via generale in una serie di ipotesi, tra cui appunto l'acquisto di azioni interamente liberate emesse da dette società da parte delle società stesse ovvero di società ad esse collegate, «su richiesta di coloro che effettuano gli investimenti» (dunque, in base a un diritto ad ottenere il riscatto), purché «[t]ali acquisizioni non [abbiano] l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto dell'importo del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge non consente di distribuire». Si noti che nel predetto testo governativo posto in Pubblica Consultazione era, invece, esclusa la possibilità di acquistare azioni proprie (ottavo comma dell'art. 35-*quater* T.u.f.: «[1]a Sicav e la Sicaf non possono [...] acquistare o comunque detenere azioni proprie»); cfr., in proposito, le Osservazioni AIFI, 7.

⁽³³⁾ La parte di prezzo corrispondente al *pro quota* del capitale sociale relativo alle azioni cedute dovrebbe, invece, trovare "provvista" in risorse corrispondenti a *ulteriori* riserve disponibili (nel rispetto dell'art. 2357, comma 1, c.c., non vedendosi spazi per beneficiare della deroga di cui all'art. 2357-*bis*, comma 1, n. 1), c.c.), dunque essenzialmente a riserve astrattamente riconducibili ai soci *gestori* (trattandosi di una sorta di *buffer*). Quanto alla sorte delle azioni proprie, potrebbero essere successivamente annullate senza riduzione del capitale sociale, risultando, in tal caso, escluso il diritto di opposizione dei creditori (cfr. massima n. 37 del 19 novembre 2004, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società), cit. [nt. 10]; circa gli effetti dell'esercizio di detto diritto nel caso di riduzione del capitale ad esito dell'annullamento di azioni proprie, v., invece, M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa*, 2005, I, 58, nota 28). In alternativa, potrebbe ipotizzarsi la rivendita di dette azioni a nuovi investitori a un prezzo corrispondente in massima parte a quello che sarebbe il sovrapprezzo nel caso si procedesse a una nuova emissione e in minima parte alla relativa frazione del capitale sociale.

riduzione del capitale) ovvero delle azioni *redimibili* (ossia azioni con diritto ad essere riscattate) ⁽³⁴⁾.

Più complesso risulta, invece, utilizzare detto meccanismo in presenza di comparti cui siano collegate categorie speciali di azioni, probabilmente non giustificandosi la “sopravvivenza” di dette azioni alla liquidazione del comparto, neppure per un momento ideale. In tal caso, dovrebbe, quindi, ipotizzarsi *direttamente* il loro annullamento, senza bisogno/possibilità di un passaggio intermedio nella veste di azioni proprie. Qualora, poi, l’annullamento venga attuato con riduzione del capitale sociale, potrebbe persino azzardarsi la “disattivazione” del diritto di opposizione dei creditori della Sicaf, perché indifferenti alle vicende di un patrimonio che, essendo segregato fin dal momento genetico, non costituisce in nessun momento garanzia per essi, in effetti riproducendosi i presupposti che, nel modello contrattuale, comportano il divieto di aggressione del fondo comune da parte dei creditori della Sgr.

D'altronde, è proprio con i comparti che si realizza la più evidente separazione tra gli interessi rispettivamente dei soci *gestori* e dei soci *investitori*, comportando ancor più nettamente la separazione delle risorse al servizio degli investimenti (equivalenti al patrimonio costituito dai fondi) da quelle al servizio dell’attività meramente gestoria (equivalenti al patrimonio della Sgr). Relativamente agli investitori, il capitale sociale assume un ruolo del tutto peculiare: non più strumento di misurazione del peso dei singoli soci in funzione del loro contributo alla dotazione della società per l’esercizio dell’attività d’impresa, ma essenzialmente solo attuazione della *causa* del rapporto sociale. L’interesse dei soci *investitori* è parametrato esclusivamente sul *pro quota* rispetto allo specifico comparto. I soci *gestori*, invece, nella veste di amministratori, inevitabilmente dovrebbero curare l’interesse sociale in via prioritaria non solo rispetto (come di regola) a quello dei singoli soci, ma anche all’interesse “egoistico” dei gruppi composti dai soci *investitori* nei singoli comparti. Potrebbe, quindi, doversi ritenere che questi ultimi non possano opporre ai gestori-amministratori l’obbligo dettato nel modello contrattuale a carico della Sgr di agire «in modo *indipendente* e nell’*interesse* [esclusivo] *dei partecipanti* al fondo» (enfasi aggiunta) (art. 36, comma 3, T.u.f.). La differenza discenderebbe evidentemente dal rapporto associativo. D’altro canto, potrebbe pervenirsi a una diversa conclusione, leggendosi “comparto” in luogo di “fondo”: in entrambi i casi patrimoni segregati,

⁽³⁴⁾ V. citt. alla nt. 19.

centri di *imputazione* dell'attività d'impresa esercitata tramite le specifiche partecipate, in tal modo trattando la Sicaf come un soggetto con una potenziale pluralità di autonomi centri d'*interesse* esclusivo, "federati" per mezzo del contratto sociale.

In terzo luogo, quale ulteriore esempio di *importazione* nella disciplina societaria speciale di regole proprie del modello contrattuale, si consideri la deroga all'art. 2376 c.c. per il caso di modifiche dello statuto di una Sicaf (art. 35-*septies*, comma 2, T.u.f.).

Qualora si tratti di un fondo o di una Sicaf non riservati – dunque, nel modello societario, nel solo caso di categorie di azioni collegate a comparti – le modifiche al contratto (regolamento o statuto) potranno essere assunte ad esito della sola autorizzazione della Banca d'Italia, senza approvazione né dell'assemblea dei quotisti (nel modello contrattuale), né delle assemblee speciali (nel modello societario). Si ritiene, quindi, in entrambi i casi, sufficiente il vaglio dell'Autorità di vigilanza a tutela degli investitori. Per cui, nella *triangolazione* tra (a) proponente (il gestore, sia esso inteso come la Sgr ovvero come i soci *gestori* della Sicaf in sede assembleare), (b) Banca d'Italia (destinataria delle proposte di modifica, ai fini della autorizzazione di vigilanza) e (c) investitori (siano essi i quotisti ovvero i soci della Sicaf che investono in singoli comparti), questi ultimi non sono dotati del potere di prestare il proprio consenso alle modifiche del contratto (sociale, nel caso in esame) riguardanti i diritti di categoria, risultandone, quindi, meri destinatari.

Non vi è, invece, deroga all'art. 2376 c.c. per le Sicaf riservate, rispetto alle quali, non essendo prevista l'autorizzazione di Banca d'Italia alle modifiche statutarie (al pari delle modifiche al regolamento dei fondi chiusi riservati), i soci di categoria (verosimilmente, come detto, soci *investitori*) si ritroverebbero, infatti, del tutto sprovvisti di presidi di tutela.

5. Sintetiche osservazioni finali.

In via generale, si assiste talvolta a un processo di *sbiadimento* del rilievo della personalità giuridica, a fronte di una certa attenzione dedicata al *patrimonio* in quanto tale, con conseguente riduzione d'importanza dell'ente soggettivizzato a favore del concetto dinamico d'impresa, che può trovare il limite fisiologico quantitativo di *imputazione* nella misura di

un patrimonio segregato ⁽³⁵⁾. Nel settore in esame, viceversa, si è recentemente consentito, mediante la Sicaf, di dotare di piena soggettività il patrimonio raccolto al fine dell'esercizio della gestione collettiva del risparmio in forma chiusa.

I "momenti" (logico-giuridici) della (i) soggettività, del (ii) patrimonio e della (iii) destinazione di beni, si possono, quindi, articolare diversamente a seconda del modello di gestione prescelto (contrattuale o societario), senza, però, essere scalfito il principio di neutralità funzionale sottostante. Sotto il "tetto" della riserva, l'investitore può scegliere di porsi nei confronti del gestore quale "mandante"-creditore (nel modello contrattuale, assai simile alla *limited partnership*, lasciate ormai alle spalle le suggestioni di soggettivizzazione del fondo e di riconduzione all'istituto della comunione), ovvero quale socio (nel modello societario, partecipando, pur in modo peculiare, a un contratto associativo).

Il risultato è un sotto-tipo di società azionaria che - distinguendosi dalla società di partecipazione finanziaria per le ragioni che giustificano l'essere o meno rispettivamente soggette a riserva - si pone quale alternativa allo schema Sgr-fondo chiuso, mutuando dallo stesso connotati che vanno a incidere sull'assetto delle regole societarie.

Ne risulta, talvolta, la sensazione che l'elasticità che si è voluta imprimere alla Sicaf possa persino essere maggiore di quanto già consentito dall'assai elastico modello contrattuale, potendosi, al contempo, compromettere la finalità di esercizio in comune dell'attività d'impresa secondo l'assetto di regole dettato per il tipo società azionaria.

⁽³⁵⁾ Si guardi, in particolare, alla disciplina della rete d'impresa che condivide con la gestione collettiva in forma contrattuale la regola della responsabilità limitata al fondo patrimoniale comune (v. M. SCIUTO, *Imputazione e responsabilità nelle "reti di imprese" non entificate (ovvero del patrimonio separato incapiente)*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 474 ss.). Sul fenomeno in generale, v., tra altri, M. NUZZO, *Il principio di indivisibilità del patrimonio*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio*, a cura di G. Doria, Giappichelli, Torino, 2010, 37.