Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN
SCIENZE GIURIDICHE

Ciclo 34

Settore Concorsuale: 12/B1- DIRITTO COMMERCIALE

Settore Scientifico Disciplinare: IUS/04 – DIRITTO COMMERCIALE

DALLA GENESI ALLA LIQUIDAZIONE DEGLI ELTIF

Un nuovo e "instabile" tassello nella composita disciplina della gestione collettiva del risparmio

Presentata da: Carla Avolio

Coordinatore Dottorato

Chiar.mo Prof. Renzo Orlandi

Supervisore

Chiar.mo Prof. Gianluca Guerrieri

Esame finale anno 2022

«*La solidarietà è l'unico investimento che non fallisce mai*»
Henry David Thoreau

INDICE

Introduzione……...6

PARTE PRIMA

CAPITOLO PRIMO

L'EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA DISCIPLINA DEI FONDI DI INVESTIMENTO TRA DIMENSIONE NAZIONALE ED EUROPEA

1. Premessa……..11
2. Dall'*investment trust* alle prime leggi sui fondi comuni di investimento……12
3. L'opera unificatrice e riorganizzatrice del t.u.f. ……..22
4. …sotto "l'ombra" sempre più "visibile" del legislatore comunitario: le direttive UCTIS. ……28
   4.1. (segue) anche oltre il perimetro dei fondi armonizzati: il modello regolamentare della dir. AIFM…….33
5. La reazione dell'ordinamento nazionale alla disciplina comunitaria della gestione collettiva del risparmio…….....36
   5.1. – (segue)… e gli effetti sulla disciplina dei fondi comuni di investimento…….40
6. Un rapido "sguardo" ad alcune esperienze giuridiche straniere: cenni alla disciplina della gestione collettiva del risparmio in Francia, Germania e Lussemburgo…….44
7. Un percorso di armonizzazione *in fieri*: da un approccio archetipico a uno tipizzato……...48

PARTE SECONDA

CAPITOLO PRIMO

I TRATTI FISIOGNOMICI DEI FONDI DI INVESTIMENTO EUROPEI A LUNGO TERMINE

1. La *ratio* della novella……53
2. L'autorizzazione dell'ELTIF: il passaporto europeo……60
   2.1. Il procedimento autorizzativo…….63
   2.1.2 (segue)…dell'ELTIF autogestito ……68

2.2. La chiusura del procedimento autorizzativo……...69
3. I meccanismi di vigilanza…….70
3.1. La dimensione verticale della funzione di vigilanza: il ruolo apicale dell'ESMA……71
3.2. La dimensione orizzontale della funzione di vigilanza: i poteri delle autorità nazionali……74
3.2.1. (segue)… l'adeguamento dell'ordinamento nazionale……75
3.3. …un quadro *in fieri*?.....78
4. Gli investimenti "vincolati" dell'ELTIF: *ratio legis*…….80
4.1. La natura *eligible* degli investimenti……..81
4.2. La composizione del portafoglio dell'ELTIF…….84
5. La tassonomia dell'ELTIF: prime riflessioni……87

CAPITOLO SECONDO

GLI EFFETTI DEI TRATTI FISIOGNOMICI DELL'ELTIF SULLA DISCIPLINA DELL'INVESTIMENTO E DEL DISINVESTIMENTO

1. Premessa……..89
2. Il perimetro semantico della commercializzazione dell'ELTIF……..90
2.1. La necessaria *disclosure* in favore degli investitori: il prospetto……..96
2.1.2 (segue) applicazione in ambito nazionale……..102
2.2. Una disciplina *retail oriented* …….104
2.2.1. «*Quidquid agis, prudenter agas, et respice finem*»: i presidi normativi per la commercializzazione dell'ELTIF agli investitori *retail*……..108
3. La natura chiusa dell'ELTIF: dal significante al significato……..115
4. La configurabilità di un diritto al rimborso dell'investitore ……...118
5. Alternative forme di *exit* "anticipata" dall'ELTIF da parte dell'investitore……123

CAPITOLO TERZO

LA LIQUIDAZIONE DELL'ELTIF TRA FISIOLOGIA E PATOLOGIA

1. Premessa sistematica……..130
2. La fisiologica liquidazione delle attività dell'ELTIF: tempi e modi……...132

3. La funzione suppletiva del regolamento dell'ELTIF nell'ambito della procedura liquidatoria…….139
4. Una diversa (e insolita) ipotesi di liquidazione dell'ELTIF: indagine ermeneutica dei relativi profili applicativi……145
4.1. La liquidazione per mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo…….149
4.2. (segue)…e nell'ipotesi di richiesta di rimborso anticipato……...153
4.2.1. Le precondizioni necessarie ai fini dell'ammissibilità dell'*early redemption*……..153
4.2.2. Il (diritto al) rimborso anticipato dei partecipanti all'ELTIF…….164
4.2.3. Gli effetti del riconoscimento del diritto al rimborso anticipato degli investitori sulla tassonomia degli ELTIF…….167
4.2.4. La liquidazione «anticipata» dell'ELTIF……..174
4.2.5. L'incerta modalità di svolgimento della liquidazione «anticipata» dell'ELTIF……..181
5. Le (indefinite) cause del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso……..185
5.1. (segue)…brevi considerazioni sul principio di autonomia procedurale……191
6. La disciplina nazionale in tema di incapienza di OICR……...193
7. La gestione dell'incapienza di un ELTIF: (i limiti all') applicabilità della disciplina nazionale……201

Considerazioni conclusive…….205
Bibliografia……213

INTRODUZIONE

Come noto, le recenti sfide sociali, prima, ed economiche, poi, occasionate dalla crisi pandemica hanno indotto le istituzioni europee a metter in campo misure concrete[1] che, al di là dell'approccio transeunte, possano corroborare una "nuova" idea di Unione europea e concretizzare così, in via definitiva, quel percorso di *Capital Markets Union* anzitempo avviato e la cui definizione è divenuta oramai improcrastinabile[2].

Invero, ancor prima del verificarsi dell'emergenza sanitaria, si era già avvertita l'esigenza di incanalare l'economia europea verso un «percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva»[3] , definendo diverse azioni e interventi vocati al perseguimento dell'obiettivo suddetto anche nell'ottica di sovvertire il tradizionale andamento del sistema economico-finanziario europeo, appiattito sulla centralità degli istituti bancari e poco incline alla mobilitazione di capitali da parte degli investitori – specie non professionali – a favore delle imprese medio piccole.

In tale contesto si poneva l'emanazione del reg. UE 2015/760 che, introducendo una nuova fattispecie di fondo di matrice europea (ELTIF), mirava a sintetizzare le predette esigenze, immettendo nel mercato uno strumento di investimento che avrebbe dovuto (almeno negli intenti) costituire un significativo passo in avanti nel senso della costruzione dell'Unione dei mercati di capitali e del rilancio dell'economia europea.

All'epoca dell'emanazione del regolamento in discorso, le esigenze sottese allo stesso prescindevano da un contesto emergenziale, piuttosto l'obiettivo era quello di invertire il *trend* dello *short-terminism* e di rilanciare lo sviluppo economico comunitario nella prospettiva – tanto anelata – del *long term*[4]. Se gli intenti originari erano dunque quelli di introdurre un nuovo veicolo di investimento che, sia nei suoi tratti fisiognomici, sia nei

---

[1] Ci si riferisce al noto *NextGenerationEU* – quale strumento temporaneo per la ripresa che stanzia fondi per oltre 800 miliardi di euro – promosso allo scopo di riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia e finalizzato a creare un'Europa *post* COVID-19 più verde, digitale, resiliente e adeguata alle sfide presenti e future. Questo, insieme al bilancio a *lungo* termine dell'UE, adottato nel dicembre 2020, costituisce il più ingente pacchetto di misure adottato e finanziato dall'Unione europea.

[2] Cfr. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione presenta un nuovo pacchetto di misure per il rafforzamento dei mercati europei dei capitali*, 25 novembre 2021, la quale rileva come l'obiettivo dell'Unione dei mercati dei capitali sia divenuto ancora più urgente in considerazione del crisi pandemica che ha reso evidente la necessità di stanziare ingenti finanziamenti per far fronte alla ripresa economica europea, anche nell'ottica della realizzazione della transizione verde e digitale.

[3] V. Considerando n. 1, regolamento UE 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015 (G.U.U.E. del 19 maggio 2015), applicabile negli stati dell'UE dal 9 dicembre 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, noti anche come ELTIF, acronimo inglese che sta per *European Long-term investment fund* (nel prosieguo, "ELTIF").

[4] Finalità perseguita dal regolamento sugli ELTIF che intende stimolare gli investimenti a lungo termine nell'economia reale europea (v. Considerando n. 1 regolamento UE 2015/760). Sul punto, v. *infra* parte II.

suoi scopi, palesasse "l'impronta" comunitaria e agevolasse la circolazione dei capitali, promuovendo canali alternativi per il finanziamento delle PMI, all'indomani della crisi pandemica il prodotto in questione si arricchisce di ulteriori funzioni, in quanto costituisce una delle concrete azioni per il cui tramite la Commissione europea mira ad accelerare la ripresa dell'Unione *post* COVID-19[5].

La potenzialità dello strumento in questione – non sufficientemente colta dal mercato e dai suoi investitori[6] – impone peraltro un ripensamento della disciplina degli ELTIF che, sotto vari profili, necessita di migliorie nell'ottica di agevolare e incentivare gli investimenti in favore del neo-veicolo di investimento.

La concreta possibilità di una riforma della regolamentazione in discorso diviene quindi occasione ulteriore per riflettere e indagare sui punti di luce e quelli di ombra della disciplina degli ELTIF, disciplina rispetto alla quale il processo di armonizzazione europea, pur avendo compiuto un significativo avanzamento, non può dirsi del tutto compiuto, sì che, lasciando spazio all'applicazione delle normative nazionali, finisce per sacrificare l'esigenza di uniformità sottesa all'emanazione del regolamento.

Ma, se l'intento è quello di comprendere se e come la disciplina in discorso sia migliorabile, si ritiene opportuno anzitutto osservare il percorso normativo nazionale e comunitario – seguito in materia di gestione collettiva del risparmio – che ha condotto sino all'adozione del regolamento in questione.

Sulla scorta di ciò, la presente trattazione prende quindi le mosse[7] dall'analisi dell'evoluzione normativa domestica della gestione collettiva del risparmio e, nello specifico, dei fondi comuni di investimento, nella quale insiste, in via sempre più preponderante, la disciplina comunitaria, definendo così un quadro normativo composito e multilivello che, in una prospettiva diacronica, converge da un sistema a doppio binario

---

[5] Così COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione presenta un nuovo pacchetto di misure per il rafforzamento dei mercati europei dei capitali*, 25 novembre 2021; nello stesso solco di quanto già sostenuto da COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, 24 settembre 2020; nonché AA.VV., *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, giugno 2020.

[6] Ciò pare dimostrato dal contenuto numero di ELTIF istituiti nel mercato comunitario, nel quale "svetta" la posizione dell'Italia, la quale registra il maggior numero di ELTIF autorizzati rispetto agli altri Stati membri dell'Unione (v. COMMISSIONE EUROPEA, *Capital Markets Union Package. European long term investment funds (ELTIFs)*, 25 novembre 2021). V. ASSOGESTIONI, *Eltif, quattro idee per il rilancio*, 29 gennaio 2021, che rileva come dall'emanazione del regolamento in questione gli ELTIF istituiti non superino i trenta, «con masse in gestione inferiori a due miliardi di euro». V. anche EFAMA, *EFAMA's response to the EC's public consultation on the review of ELTIF Regulatory Framework*, 25 gennaio 2021.

[7] V. parte I, cap. I.

– disciplina domestica ed europea – verso una regolamentazione (quasi) unitaria, quale effetto dell'espansione della seconda.

L'osservazione a posteriori consentirà, inoltre, di rilevare una sorta di circolarità della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio che passa da un approccio regolamentare tipizzato – come quello seguito con le prime leggi sui fondi comuni di investimento – a uno più generale e astratto – come quello rintracciabile nell'originaria versione del t.u.f. e, ancor più, in quella riformata in esecuzione delle diverse direttive comunitarie – per poi tornare nuovamente – almeno questo sembra il *trend* – verso un approccio tipizzato – questa volta di matrice comunitaria – come accaduto con gli EuVECA, gli EuSEF[8] e, in ultimo, con gli ELTIF.

Come è perspicuo, su questi ultimi si porrà l'attenzione maggiore della presente trattazione, protesa[9], anzitutto, a indagare i connotati della nuova fattispecie, con il precipuo fine di verificare se essi nella loro peculiarità siano idonei a definire un tipo a sé stante di prodotto o se, piuttosto, circoscrivano solo una *species* della più ampia categoria dei FIA[10].

Invero, i numerosi rinvii alla dir. AIFM[11], operati dal regolamento in analisi, hanno indotto chi scrive a mantenere una doppia visuale, non solo focalizzata sulla disciplina specifica, ma altresì su quella dettata per i GEFIA, tenendo in considerazione anche la regolamentazione UCTIS[12] rispetto alla quale si ravvisano taluni punti di contatto.

Si osserverà, poi, come la dimensione temporale e la matrice europea del prodotto – quali tratti precipui dell'ELTIF – abbiano un effetto conformativo della disciplina operativa dello stesso, sotto il profilo sia della selezione degli investimenti operabili da parte dell'ELTIF, sia rispetto ai due momenti fondamentali della "vita" del fondo, ovvero l'*opt-in* e l'*opt-out*[13]. Nello specifico, rispetto a quest'ultima fase, sarà evidente la ricerca di un

[8] Ci si riferisce, rispettivamente, regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* (nel prosieguo, il "reg. EuVECA); nonché al regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (nel prosieguo, il "reg. EuSEF"; mentre, congiuntamente al primo, "reg. EuVECA ed EuSEF").

[9] V. parte II, cap. I.

[10] Acronimo con i quale si indicano i "fondi di investimento alternativi". Sul punto, v. *infra* parte I, cap. I, parag.4.1.

[11] Ci si riferisce alla direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (cd. GEFIA), che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (nel prosieguo, "dir. AIFM").

[12] Acronimo inglese con il quale si indica l'espressione *Undertakings of Collective Investments on Transferable Securities*. Con riferimento al pacchetto di misure, convenzionalmente indicate con la sigla UCTIS, v. *infra* parte I, cap. I, parag. 4.

[13] V. parte II, cap. II.

(precario) equilibrio da parte delle istituzioni europee tra l'esigenza di vincolare i capitali investiti nella prospettiva *long-term* e quella di accrescere l'attrattività del prodotto, dal che discenderà una modulazione dell'*exit* dal fondo che contemperi (o, per lo meno, tenti di contemperare) queste diverse necessità. L'indagine dell'operatività del prodotto consentirà quindi di riflettere sulla concreta efficacia delle regole per lo stesso dettate e sulla idoneità delle stesse al raggiungimento dello scopo prefissato, vagliando altresì l'opportunità di interventi sul dato normativo che mirino ad accrescere l'attrattività degli ELTIF, specie nei confronti degli investitori al dettaglio.

In ultimo[14], l'attenzione si porrà sulla fase finale della vita del fondo, in quanto l'esiguità della disciplina dettata con riferimento alla liquidazione si espone ad applicazioni dubbie che, in larga parte, lasciano spazio all'autonomia regolamentare del prodotto e, dunque, all'applicazione di discipline nazionali disomogenee. Invero, l'indagine concernerà non solo la cd. liquidazione fisiologica – azionata dal gestore alla conclusione del ciclo di vita del fondo – ma altresì quella promossa dagli investitori in conseguenza del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso avanzata, come ammesso dalla criptica disposizione di cui art. 18, parag. 4, del regolamento.

Siffatta ipotesi di liquidazione indurrà chi scrive a considerare – nel silenzio del regolamento – non solo le modalità di svolgimento della procedura, ma altresì come tale potere attribuito agli investitori non soddisfatti possa conciliarsi con la prospettiva *long-term*, nonché se esso sia idoneo a consentire l'effettivo rimborso a prescindere da quali siano le cause sottese al mancato soddisfacimento dello stesso.

Nel tentativo di ricostruire la disciplina applicabile al prodotto in questione nel suo *agere* patologico, ci si riferirà, quindi, *in limine* – e senza pretesa alcuna di esaustività – alla regolamentazione domestica dettata con riferimento alla "crisi" di un fondo, *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., quale parametro normativo di riferimento – di matrice nazionale – cui ricorrere, nel silenzio del regolamento in discorso, allorché il mancato soddisfacimento dipenda da "un'incapacità sistemica" del veicolo istituito in forma contrattuale.

L'indagine della fattispecie non solo nella sua fisiologia, ma specie nella sua patologia – lungi dall'essere espressione di un approccio "pessimistico" alla fattispecie – è auspicabilmente volta a verificare la potenziale tenuta del veicolo, nell'intento di sollecitare il legislatore comunitario – nella prossima riforma del regolamento – a

[14] V. parte II, cap. III.

considerare tali aspetti, sì da fornire un quadro armonizzato completo e coerente con la matrice europea del prodotto.

PARTE PRIMA
CAPITOLO PRIMO

L'EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA DISCIPLINA DEI FONDI DI INVESTIMENTO TRA DIMENSIONE NAZIONALE ED EUROPEA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Dall'*investment trust* alle prime leggi sui fondi comuni di investimento. – 3. L'opera unificatrice e riorganizzatrice del t.u.f. – 4. …sotto "l'ombra" sempre più "visibile" del legislatore comunitario: le direttive UCTIS. – 4.1. (segue) anche oltre il perimetro dei fondi armonizzati: il modello regolamentare della dir. AIFM. – 5. La reazione dell'ordinamento nazionale alla disciplina comunitaria della gestione collettiva del risparmio. – 5.1. – (segue)… e gli effetti sulla disciplina dei fondi comuni di investimento. – 6. Un rapido "sguardo" ad alcune esperienze giuridiche straniere: cenni alla disciplina della gestione collettiva del risparmio in Francia, Germania e Lussemburgo – 7. Un percorso di armonizzazione *in fieri*: da un approccio archetipico a uno tipizzato.

1. Premessa

Chi si appresta allo studio di una nuova fattispecie giuridica avverte la necessità – quasi fosse un imperativo categorico di kantiana memoria – di indagare il percorso storico-evolutivo che ha condotto all'adozione dell'istituto oggetto di analisi, non per soddisfare vocazioni storicistiche, ma piuttosto per comprendere appieno la *ratio* ispiratrice della novella la quale, spesso, reca in sé i tratti delle antecedenti esperienze legislative.

Nella ricostruzione di tale *iter* si è tenuti a considerare le istanze riformiste di matrice europea che, col precipuo fine di ampliare gli spazi di armonizzazione, impongono costanti modifiche e aggiornamenti della disciplina, contribuendo a definire un quadro normativo composito e, talvolta, frammentario.

Laddove possibile, è compito dell'interprete ricondurre a unità il sistema, sia nell'ottica di conferire maggiore coerenza logico-sistematica, sia nell'intento di rintracciare nei pregressi interventi legislativi elementi che agevolino l'opera ermeneutica, specie nell'ipotesi in cui si renda necessario colmare eventuali lacune normative.

Con tale proposito – senza alcuna pretesa di esaustività – si tenterà, quindi, nel prosieguo di porgere l'attenzione sull'*iter* evolutivo – protrattosi per quasi otto decenni – della disciplina della gestione collettiva del risparmio e, nello specifico, dei fondi comuni di investimento[15], fattispecie rispetto alla quale – seppure con qualche iniziale diffidenza da parte del legislatore domestico – sono stati profusi diversi atti normativi necessitati altresì dall'obbligo di adeguare l'ordinamento nazionale a quello europeo.

Dai primi disegni di legge sino all'emanazione della prima legge sui fondi comuni di investimento mobiliari (L. 23 marzo 1983, n. 77), dalla disciplina sui fondi di investimento chiusi e su quelli immobiliari (rispettivamente 14 agosto 1993, n. 334 e L. 25 gennaio 1994, n. 86), sino – sul finire dello scorso secolo – all'importante opera di sistematizzazione della materia, realizzata per il tramite del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Tale approdo, tuttavia, non è da considerarsi un traguardo, dal momento che la materia della gestione collettiva del risparmio ha poi dovuto soggiacere a ulteriori aggiornamenti e modificazioni necessitate dall'esigenza di adeguare l'ordinamento nazionale all'*agere* del legislatore europeo, sempre più propenso ad accrescere gli spazi di armonizzazione nell'ottica della realizzazione di un mercato unico dei capitali[16].

Seppure ancillare rispetto all'oggetto della presente trattazione, tale inquadramento consentirà a chi scrive di fornire poi – o, per lo meno, di tentare – un approccio ragionato e consapevole del percorso che ha condotto il legislatore europeo a introdurre, nel 2015, una nuova *species* di fondo[17] a cui è stato conferito "l'*imprimatur*" del "marchio" europeo[18].

2. Dall'*investment trust* alle prime leggi sui fondi comuni di investimento

[15] Sulla natura polisemica del termine fondo, v. CANDIAN, *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici,* in *Giur. comm.*, 1998, I, 158 ss.

[16] Sul punto, v. *infra* parag. 4 e 4.1., nonché parte II cap. I, parag.1.

[17] Come si avrà modo di vedere nel prosieguo della trattazione, il nuovo organismo di investimento può assumere connotati sia contrattuali sia statutari, stante l'irrilevanza, in ambito comunitario, della forma giuridica del prodotto (v. *infra* parag. 5).

[18] Ci si riferisce all'*European Long term investment fund* (cd. ELTIF) della cui disciplina si avrà modo di trattare, *funditus*, *infra* parte II. La qualificazione dello stesso in termini di *species* presuppone un'indagine dei connotati precipui del prodotto che si tenterà di condurre nel prosieguo della trattazione. Nello specifico, v. *infra* parte II cap. I, parag. 5.

La materia dei fondi di investimento[19] è connotata dalla frammentarietà della sua disciplina: sia a livello domestico, sia a livello europeo, è rintracciabile infatti una pletora[20] di norme che, in modo più o meno parziale, tentano di regolamentare la fattispecie in discorso.

Sebbene possa ritenersi che tale *modus operandi* sia proprio dei legislatori moderni, sempre meno capaci di disciplinare in ossequio ai canoni dell'esaustività e della completezza, nel caso dei fondi comuni di investimento, il quadro normativo più che composito – almeno con riferimento al panorama normativo nazionale – si deve, fra le altre, alla circostanza non trascurabile che tale istituto trae le proprie origini da una cultura giuridica distante rispetto a quella domestica.

Diversamente da altri ordinamenti europei[21], la positivizzazione – sebbene parziale – della fattispecie è intervenuta solo negli anni Ottanta dello scorso secolo, a esito di un

---

[19] Sui connotati della fattispecie, v. *infra* parag. 2, nonché parag. 5.1.

[20] Cronico *modus operandi* rintracciabile in svariati settori dell'ordinamento che dà luogo – come da taluni icasticamente definito – a una vera "alluvione" normativa; cfr. MINERVINI, *Il controllo del mercato del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi,* in *Giur. comm.*, 1992, I, 5 ss.; e con riferimento alla materia del risparmio gestito, cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, 5, parla di una «tempesta cosmica, che sta frammentando e, al contempo, ingigantendo la portata della disciplina comunitaria [..]» con conseguenti ed evidenti ricadute anche sul piano nazionale; cfr. anche MARCHETTI, VENTORUZZO, *Un Testo unico per superare la giungla dei mercati,* in *Il Sole 24 ore,* 13 marzo 2006.

[21] Per un'analisi comparata di talune esperienze giuridiche europee, in materia di *investment trust* contrattuale e statutario, v. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi d'investimento mobiliare in alcuni paesi europei,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, I, 534 ss.; nonché NIGRO, voce *Investment trust*, in *Enc. dir.*, Milano, 1972, 690 ss. In generale, l'esperienza giuridica della maggior parte dei paesi dell'Europa continentale trae spunto dal modello anglosassone del *trust* rispetto al quale sono stati necessari aggiustamenti normativi finalizzati a rendere la fattispecie confacente alle tradizioni giuridiche distanti dal sistema di *common law*. Volendo passare in rapida rassegna solo alcune delle esperienze giuridiche europee – senza pretesa alcuna di esaustività – pare opportuno riferirsi a quella francese che, diversamente dal percorso seguito dall'ordinamento nazionale, ha regolamentato dapprima il fenomeno sotto la veste societaria (Ordonnance 2 novembre 1945, n. 45/2710) e in forma chiusa, per poi dare successivamente spazio alla *sociétés d'investissement à capital variable*, di *tipo open end*, nonché ai *fonds communs de placement*, introdotti dal decreto 28 dicembre 1957, n. 57/1342 (DOTTI, *"*Sociétés d'investissement*" e "*Fonds communs*" in Francia*, in *L'*investment trust *nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 127 ss.) sul solco della disciplina dettata per i fondi dalla Svizzera (ordinamento nel quale la gemmazione di società, ammesse a investire capitali in titoli, è avvenuta nei primi decenni del XX secolo; sulla disciplina svizzera cfr. PERLETTI, *Gli investment trust contrattuali svizzeri*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 72 ss.). Anche l'esperienza lussemburghese si connota per il sorgere di diversi organismi di investimento riconducibili agli *investment trusts* di tipo societario, come *Union Internationale de Placement*, fondata nel 1931, cui, negli anni Cinquanta, ha fatto seguito la creazione di veri e propri *investment trusts* a base contrattuale, ispirati anche essi agli schemi dei fondi di investimento svizzeri e il cui successo si deve anche ai ragguardevoli vantaggi fiscali di cui godevano già all'epoca (cfr., sul punto, DELVAUX, *Les sociétés d'investissement du type ouvert au Grand – Duché de Luxembourg,* in *Riv. soc*., 1961, 506 ss.; PERLETTI, *I "*fonds communs de placement*" lussemburghesi*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 107 ss.). L'ordinamento tedesco, invece, ha positivizzato la disciplina in questione nel 1957. A questa legge, ripetutamente integrata, modificata e migliorata nel tempo, è stata poi sostituita il 14 gennaio 1970 una regolamentazione che ha riprodotto pressoché integralmente la disciplina precedente, con la sola aggiunta di un'apposita disciplina per i fondi

lungo dibattito che, inizialmente, aveva ostacolato il processo normativo dell'istituto in discorso da parte del regolatore nazionale[22].

Le ragioni di un tale ritardo rispetto ai vicini ordinamenti risiedevano, oltre che nelle ancestrali rigidità della struttura economica italiana, nell'incapacità del regolatore di ricondurre a sintesi il dibattito giuridico sorto in merito alla fattispecie dell'*investment trust*[23] e, in particolare, con riguardo a quello di natura contrattuale.

Gli innumerevoli disegni di legge proposti alla discussione parlamentare[24] – ma mai approvati, almeno sino alla Legge sui fondi mobiliari – dimostrano, da un lato,

---

comuni di investimento immobiliare (cfr., SOTRIFFER, *Le* Kapitalanlangegesellschaften *tedesche*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 182 ss.). Per una "rapida" osservazione dell'attuale disciplina del risparmio gestito in siffatti ordinamenti, v. *infra* parag. 6.

[22] Già prima dell'emanazione della L. 23 marzo 1983, n. 77, rubricata «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare» (nel prosieguo la «Legge sui fondi mobiliari»), non erano mancati, infatti, nella prassi operativa investimenti in fondi comuni esteri che, in assenza di similari organismi domestici, rispondevano all'esigenze del mercato nazionale non dotato di una regolamentazione *ad hoc* della fattispecie. Tali fondi erano autorizzati a operare nel mercato nazionale sulla base della d.l. 6 giugno 1956, n. 476, convertito in l. 25 luglio 1956, n. 786 (Nuove norme valutarie e istituzione di un mercato libero di biglietti di Stato e di banca esteri). In assenza di fondi nazionali, quelli stranieri ebbero una rapida diffusione sul mercato, inducendo così, nel 1969, le autorità nazionali a regolamentare la fattispecie, ammettendo l'operatività dei soli fondi stranieri il cui portafoglio fosse costituito, almeno per la metà, da titoli italiani. V. circ. Ufficio italiano cambi 8 aprile 1969, n. 205.

[23] Si tratta di un prodotto originato dalla prassi commerciale in relazione allo sviluppo della moderna economia capitalistica (cfr. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi d'investimento mobiliare in alcuni paesi europei,* cit., 534); per una disamina delle origini dell'istituto di matrice anglosassone, v. NIGRO, voce *Investment trust*, cit., 697. Per una definizione della fattispecie, v. LIBONATI, *Holding e* investment trust*,* Milano, 1959, 469, secondo cui si tratta di «un organismo finanziario che, attraverso l'emissione di propri titoli, riunisce i capitali di più persone cui assicura una lucrosa gestione di un portafoglio investito in titoli di credito o in altri beni [..]». L'A. evidenzia come esso benefici di una tecnica di gestione «più raffinata» rispetto a quella fruibile da parte dei singoli investitori. Sul punto, cfr. anche la definizione fornita da ARGENZIANO, *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milano, 1952, 25 ss. Con riferimento alla fattispecie dell'*investment trust* e alle questioni dogmatiche che animavano il dibattito nazionale, v. COLOMBO, *L'introduzione dell'*investment trust *in Italia*, in *L'*investment *trust nelle esperienze e nei progetti europei,* Padova, 1967, 256 ss.; SANTANGELO, *L'investment trust: profili e strutture comparate,* in *Dir. fall*. 1982, 737; GRAZIADEI, voce *Fondi comuni di investimento in diritto comparato,* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1991, 239 ss.

[24] I tentativi di regolamentazione della materia sono stati molteplici: dal r.d.l. 26 ottobre 1933, n. 1598 sulle gestioni fiduciarie – nel quale ASCARELLI T., *Investment trust*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1954, I, 178 ss., ravvisava una prima forma di disciplina della fattispecie; sul punto, v. anche LENER A., *Profili civilistici degli Enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it*., 1982, V, 142 ss.; CAMMARANO, *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 1982, I, 504 ss. – al primo disegno di legge che proponeva, in modo (quasi) integrale, la disciplina dell'*investment trust* (d.d.l. 22 settembre 1964, n. 763, in *Riv. soc*., 1964, 910) e che contemplava, già all'epoca, quello che poi sarebbe stato uno dei principi cardine della materia, ovvero la separazione patrimoniale tra il patrimonio della società di gestione e il fondo. In assenza di approvazione, la disciplina venne riproposta – senza rilevanti modifiche – al vaglio delle Camere nel 1967 (Schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali, in *Riv. soc*., 1966, 93; per un'analisi critica della fattispecie, v. COSTI, *La struttura dei fondi di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, *ivi*, 1968, 257 ss.) e, *ex novo*, nel 1969 (v. disegno di legge e relativa relazione illustrativa, in *Riv. soc*., 1969, 999 ss.), senza tuttavia concludere l'*iter* parlamentare in ragione dell'anticipato scioglimento delle Camere (sul punto, v. NIGRO, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1970; DE PONTI, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1983, 19 ss.; CASTELLANO, *Per una qualificazione dei fondi comuni di investimento*,

l'intuizione della necessità di disciplinare l'accesso al risparmio mobiliare e, dall'altro, l'incapacità di superare l'(allora) irriducibile distanza tra i sistemi di *common law* e di *civil law* in ordine al binomio proprietà e potere di gestione della *res*.

Ciò, in quanto, per sua natura e nella sua genetica accezione, l'*investment trust* veniva costituito per raccogliere sul mercato i capitali degli investitori e, amministrandoli «fiduciariamente», li impiegava in investimenti – di natura mobiliare o meno, a seconda della tipologia – col proposito di mantenere – e, ove possibile, accrescere – il valore dell'investimento medesimo, riducendo al contempo l'alea che contraddistingue tale attività[25]. Sia nella sua veste contrattuale, sia nella sua forma societaria, lo strumento in analisi richiamava lo sdoppiamento del diritto reale di proprietà tipico del *trust* inglese che ben si confà alle esigenze di separazione patrimoniale (tra la massa oggetto di investimento e il patrimonio dell'ente gestore) e di garanzia che devono essere soddisfatte nell'ambito della gestione del risparmio[26].

Le caratteristiche intrinseche dell'*investment trust* – così strutturalmente "lontane" dal sistema giuridico domestico[27] – imponevano quindi agli operatori la necessità di ricercare nell'ordinamento istituti altri che consentissero di ridurre le distanze ontologiche tra i sistemi di *common law* e quelli di matrice romanistica, pur garantendo il perseguimento

---

in *Riv. soc*., 1969, 1150; COSTI, *La banca nella disciplina dei fondi comuni prevista dal disegno di legge governativo*, *ivi*, 1969, 1185; COLOMBO, *Alcuni aspetti dei rapporti contrattuali relativi ai fondi di investimento mobiliare*, *ivi*, 1969, 1163; JAGER, *Sui fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1969, 1113; VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, *ivi*, 1969,1195; SPANO, *Osservazioni sull'art. 2 del disegno di legge sui fondi comuni d'investimento*, *ivi*, 1969,1208; PALLADINO, *Fondi comuni mobiliari,* Roma, 1983). A tale proposta di legge, ne seguivano altre, parimenti incompiute in ragione della mancata approvazione parlamentare. Ci si riferisce ai disegni di legge del 5 luglio 1972, n. 140 e 12 luglio 1972, n. 161, nonché al successivo d.d.l. 2 febbraio 1976, n. 2345, il quale recava la disciplina unitaria dei fondi comuni mobiliari e immobiliari. Con riferimento alla dottrina economica, si v. DE PONTI, *op. cit*.,79 ss.; FOSSATI, *Borsa, azionariato popolare, fondi comuni d'investimento*, Milano, 1969.

[25] Cfr. PIETRA, *op. cit*., 538; sul punto, v. anche ARGENZIANO, *L'investment trust*, cit., 26 s.; DE MARCHI, *L'impresa di investimento mobiliare (*Investment trust*),* in *Riv. dir. comm*., 1954, I, 417. Ne dà una definizione anche CORRADO, *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1963, I, 384.

[26] Per ragioni di economia espositiva e non solo, si tralascia ogni approfondimento sull'istituto del *trust*, pur consci della rilevanza che lo stesso ha assunto nel processo di affermazione della fattispecie dei fondi comuni di investimento. Per un maggiore approfondimento sul punto, si v., *ex multis*, LUPOI, Trusts, Milano, 2001; WILKIE, LUXTON, MALCOM, Equity e Trusts, Oxford, 2012. Con riferimento all'utilizzo del *trust* nel settore finanziario, cfr. ANDREOLI, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria,* Milano, 1998, 255 ss.; LENER R., *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1050 ss.; e, più in generale, MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie,* in *Contr. impr.*, 2001, 1362 ss.

[27] In ciò risiede il germe dell'annoso dibattito domestico circa il riconoscimento della soggettività giuridica in capo al fondo, nonché la questione circa l'attribuzione di autonomia patrimoniale al fondo rispetto al suo gestore. Come sostenuto da CORRADO, *op. cit*., 391 s., il problema della ricezione nell'ordinamento italiano dell'*investment trus*t risiedeva difficoltà di individuare strumenti normativi adeguati che consentissero di garantire la separazione tra il patrimonio del gestore e quello del fondo, consentendo al primo di mantenere, a ogni modo, una funzione di garanzia nei confronti degli investitori.

delle finalità sopra descritte e la tutela dei risparmiatori[28]. Prova ne è peraltro che, anche sotto il profilo del *nomen iuris* utilizzato, la fattispecie, nei primi disegni di legge, recava in sé la sua origine aliena senza che si riuscisse – almeno nelle prime proposte di legge – a ricondurre l'istituto a una nomenclatura che si ispirasse alla tradizione giuridica nazionale.

Se, per un verso, la Legge sui fondi comuni mobiliari[29] segna in via definitiva l'ingresso nell'ordinamento nazionale della fattispecie in discorso[30], per altro verso, essa non risulta essere decisiva per la soluzione delle questioni che, sino al momento dell'emanazione della legge in discorso, avevano animato la dottrina – tesa a proporre inquadramenti dogmatici differenti[31] – avendo optato il legislatore dell'epoca per una disciplina normativa agnostica quanto al tema della natura di simili prodotti.

Alla dicotomia interpretativa di chi riteneva che il fondo fosse in regime di comproprietà degli investitori[32] – i quali avrebbero conferito al gestore un mandato senza

---

[28] Ci si riferisce, per esempio, all'art. 3, commi 2 e 3, del d.d.l. del 1969 che faceva cenno all'istituto della comunione nella configurazione dei rapporti tra i risparmiatori e patrimonio del fondo. Per una panoramica sulle soluzioni oggetto di dibattito *ante* Legge sui fondi mobiliari, cfr. ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento,* in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, 747 ss.

[29] Poi modificata dai d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83 e 85, nonché dal d.lgs. 27 gennaio 1992, n. 89. Come rilevato da MAFFEI ALBERTI, *Nota introduttiva. Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 380, la rubrica della Legge sui fondi mobiliari («Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliari») non esprime *in toto* il contenuto della regolamentazione ivi contenuta.

[30] La Legge sui fondi mobiliari in discorso non esauriva, di certo, la regolamentazione riconducibile alla categoria dell'*investment trust;* essa, infatti, "copriva" la sola parte di disciplina di matrice anglosassone concernente il cd. *contractual investment trust*, mentre, per la declinazione statutaria dell'istituto, si è dovuto attendere sino al d.lgs. 25 gennaio 1994, n. 84 che, in attuazione delle direttive n. 85/611/CEE e n. 88/220/CEE, ha introdotto nell'ordinamento le cd. SICAV. Sulla prima regolamentazione delle SICAV, cfr. LENER R., voce *SICAV (Società di investimento a capitale variabile),* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1996, 397 ss., il quale rileva come la stessa non nasce quale variante del modello societario, piegata all'esigenze di investimento ma, piuttosto, quale variante del modello contrattuale del fondo comune di investimento, con talune differenze che riguardano per lo più la posizione degli investitori che, nel caso delle SICAV, assumono le vesti di socio (vesti che, secondo BARCELLONA, *La gestione collettiva del risparmio a seguito della Direttiva Gefia*, Milano, 2018, 32 s., sono «più apparenti che reali»); LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile,* in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) Colombo, Portale, Torino, 1995, 195 ss.; ID., *Prime note sulle società di investimento a capitale variabile,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 579 ss.; MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, in *L'attuazione delle direttive CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari*, Roma, 1992, 165 ss.; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, (a cura di) Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 99 ss.

[31] Sul punto, v. ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, cit., 747 ss.

[32] Ricostruzione a cui fa riferimento ASCARELLI T., *L'investment trust*, cit., 178, anche in considerazione del tenore letterale delle prime proposte di legge che facevano riferimento al regime di comunione tra i partecipanti. Nello stesso senso anche in Francia (art. 1 decreto 28 dicembre 1957, n. 57-1342), dove si prevedeva che i partecipanti al fondo comuni vantassero sullo stesso «*qui ont sur eux un droit de proprieté indivise*» (cfr. JAGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 9 ss.); soluzione preferita anche in Germania, come rilevato da NUZZO, *Il negozio di investimento in fondi comuni nella Repubblica federale tedesca,* in *Giur. comm.,*

rappresentanza – e di chi, per converso, riteneva che il fondo fosse di proprietà della società di gestione[33], si è preferita una soluzione che prescindesse dalla configurazione di un diritto di proprietà e che configurasse piuttosto una situazione di potere-dovere di gestione gravante sulla società di gestione[34].

In nuce, la scelta legislativa compiuta è stata quella di dettare un numero esiguo di disposizioni, rimettendo così tanto all'organo di controllo pubblico, quanto all'autonomia privata, ampi poteri di disciplina che, tuttavia, non si traducevano in nessun caso in altrettanti ampi poteri di regolamentazione da parte dei partecipanti, i quali – senza facoltà alcuna di incidere sulla struttura del fondo – potevano unicamente limitarsi ad accettare o meno la proposta definita dalla società di gestione e sottoposta al vaglio autorizzativo dell'autorità nazionale[35].

Tale assetto normativo – seppure non più vigente – è rimasto sotto diversi profili inalterato, costituendo un modello di gestione del risparmio – specie con riferimento ai fondi comuni di investimento – al quale il legislatore ha continuato a ispirarsi, pur con i dovuti adeguamenti e le inevitabili modificazioni che la materia ha reso necessari.

Superando l'*impasse* della qualificazione giuridica del fondo, il legislatore ha infatti plasmato, già con la Legge sui fondi mobiliari, una regolamentazione che sposta il suo *focus* dai profili che attengono alla natura del prodotto a questioni che concernono la gestione e l'organizzazione dei fondi comuni mobiliari. Invero, le caratteristiche precipue dell'investimento hanno indotto l'adozione di un modello operativo – mantenuto, poi, nel

---

1983, I, 690. Non varrebbe, tuttavia, a sostenere la tesi della comproprietà la lettera dell'art. 3, comma 2, Legge sui fondi mobiliari, secondo cui «ciascun fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione», come rilevato da LENER, *sub* art. 3, *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 399 ss. Sui profili patrimoniali che caratterizzano, nel regime odierno, la fattispecie in discorso si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra sub* parag. 5.1.

[33] Per una ricostruzione critica di siffatta interpretazione, v. NIGRO, *I fondi comuni di investimento*, cit., 49 ss. Era da escludere quindi – come sostenuto da COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi.*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1984, I, 293 – che la società di gestione potesse trarre le utilità e i vantaggi realizzati con la negoziazione dei valori facenti parte del fondo, svolgendo la stessa una mera attività di impresa di carattere gestorio.

[34] Come rilevato da COSTI, *Fondi comuni di investimento*, cit., 304, sarebbe auspicabile abbandonare la spasmodica esigenza di rintracciare per ogni bene un rispettivo soggetto rispetto al quale poter configurare un diritto di proprietà.

[35] Già con la Legge sui fondi mobiliari il legislatore configura un controllo pubblicistico bipartito – scelta che manterrà nel prosieguo degli interventi in materia di gestione collettiva del risparmio – conferendo alla Banca d'Italia e alla Consob funzioni di controllo, sia sui fondi, sia sulla società di gestione, che trovavano la loro regolamentazione in parte nella Legge sui fondi mobiliari, in parte nelle disposizioni dell'allora legge bancaria. Sul punto, v. CASELLA, RIMINI, *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale,* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1991, 210 ss.; cfr. anche ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento,* in *Riv. soc*., 1983, 859. Con riferimento alla ripartizione, in ambito nazionale, delle funzioni di vigilanza sugli ELTIF, v. *infra* parte II, cap. I, parag. 3.2.1., nonché cap. II, parag. 2.1.2.

tempo – di carattere trilaterale che coinvolge, accanto alla società di gestione e ai partecipanti al fondo, un soggetto in funzione di depositario cui, come noto, sono attribuite funzioni di custodia dei titoli, nonché compiti di natura esecutiva[36], senza che tali attribuzioni presuppongano un vincolo negoziale tra quest'ultimo e gli investitori[37].

L'esclusione dell'investitore dalla partecipazione alla gestione[38] aveva indotto il regolatore nazionale a contornare il potere gestorio di una serie di limiti[39], sì da garantire sicurezza all'investimento operato dal partecipante al quale residuava, pur sempre, la legittimazione ad agire in via risarcitoria nei confronti del gerente allorché si verificassero ipotesi di *mala gestio*[40].

Invero, la sottoscrizione di una o più quote di partecipazione al fondo determinava il sorgere di un diritto di credito commisurato al risultato della gestione, non potendo sussistere in capo ai primi la pretesa creditoria a vedersi restituito il *tantundem* versato al momento della sottoscrizione delle quote[41].

---

[36] Per questioni di logica espositiva e non solo, non ci si soffermerà *funditus* sul ruolo e sui poteri del depositario, volendo mantenere il *focus* della disamina sui tratti caratterizzanti la disciplina dei fondi comuni di investimento e, in particolare, sulle modificazioni che hanno riguardato la stessa nel corso degli ultimi decenni. Con riferimento ai poteri e al ruolo del depositario, v. ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, cit., 755 ss.; COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. priv*., 2005, 615 ss. Come rilevato da ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del* moral hazard *nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria, in Banca impresa e soc*., 1995, 290 ss., la presenza della banca depositaria consente altresì di rendere esteriormente riconoscibile la separazione del fondo comune dal patrimonio dell'intermediario. L'A. rileva altresì come il ruolo di *watchdog* della banca depositaria si sia fatto più pervasivo e decisivo con il recepimento delle direttive comunitarie rispetto alla pregnanza che alla stessa era riconosciuta sotto la vigenza della Legge sui fondi mobiliari.

[37] *Contra* BORGIOLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc.,* 1983, 935, il quale ritiene configurabile la legittimazione ad agire da parte del partecipante nei confronti della banca depositaria, seppure ai sensi 1717 c.c., qualificando quest'ultima quale sostituto del mandatario.

[38] Secondo LENER, *sub* art. 3, cit., 403, la scelta normativa di estromettere i partecipanti dalla gestione definiva un rapporto di gestione, sotto taluni profili, squilibrato, configurando un'eterotutela degli stessi che consisteva, *in nuce*, nella pronuncia di decadenza della società di gestione *ex* art. 8, comma 1 e 2, Legge sui fondi mobiliari, e nell'azione commissariale di responsabilità *ex* art. 3, comma 5.

[39] Sui risvolti civilistici della violazione dei limiti gestori posti dalla legge, cfr. COSTI, *Fondi comuni di investimento,* cit., 292, il quale riflette sulla configurabilità di conseguenze altre rispetto al rimedio risarcitorio il cui effetto riparatorio del danno patito dall'investitore non può che dipendere dalla capienza del soggetto che esercita la funzione gestoria.

[40] Cfr. FAZZUTI, *Profili della responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Quadrimestre*, 1984, 474 ss.; GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare,* in *Contr. impr.*, 1989, 151 ss.; DEVESCOVI, *Fondi comuni di investimento: nuove responsabilità per gli amministratori?,* in *Giur. comm*., 1983, I, 5, estende la responsabilità anche ai soggetti che esercitano funzione di controllo, come la banca depositaria e la società incaricata della revisione; così anche GIRINO, *Revisione e certificazione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1987, 140. Secondo COSTI, *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Diritto dell'economia*, 1988, 223 ss., la disciplina della responsabilità per *mala gestio* è, per lo più, giustificata dall'impossibilità per i partecipanti di porre dei limiti al potere di gestione della società gerente e costituisce quindi il modo per i primi di poter tutelare i propri interessi.

[41] Cfr. CASELLA, RIMINI, *op. cit.*, 9; LENER, *sub* art. 3, 402.

Ora, l'assenza di una qualsivoglia qualificazione giuridica del rapporto intercorrente tra i partecipanti e la società di gestione aveva dato l'aire – a seguito dell'emanazione della Legge sui fondi mobiliari – a un fervido dibattito concernente la natura del rapporto *de quo* che per le sue peculiarità non poteva essere sussunto – come non può esserlo nel sistema attuale – nella fattispecie del mandato cui si faceva riferimento solo con riguardo al regime di responsabilità cui è esposto il gestore[42].

L'approdo interpretativo più accreditato è stato – già all'epoca della Legge sui fondi mobiliari – quello di configurare un rapporto negoziale tipico i cui tratti essenziali e caratterizzanti sono rimessi alla disciplina normativa rispetto alla quale veniva lasciata una limitata libertà all'autonomia delle parti di deroga al modello definito *ex lege*[43].

Ma, se, per un verso, il legislatore della Legge sui fondi mobiliare omette di fornire specifiche qualificazioni giuridiche su taluni temi – quali quelli relativi alla natura del contratto di partecipazione o al diritto di proprietà dei beni facenti parte del fondo – per altro verso, non compensa la disciplina normativa con disposizioni dettagliate ed esaustive che dirimano ogni aspetto cruciale dell'operatività della fattispecie[44]. Prova ne è la pressoché mancanza di regolamentazione[45] concernente la fase della liquidazione del

[42] Il riferimento che l'art. 3, comma 1, della legge in discorso fa all'istituto del mandato è circoscritto ai soli profili della responsabilità e ciò lo si desume altresì dall'impossibilità per gli investitori di fornire in qualche misura istruzioni circa le modalità di gestione dei capitali raccolti – come invece è prescritto dall'art. 1711 c.c. in tema di mandato – stante la finalità di carattere istituzionale di offrire al risparmiatore un mezzo di investimento che si avvale dell'esperienza e della professionalità di soggetti esperti; così LENER, *sub* art. 3, cit., 401; CASELLA, RIMINI, *op. cit.*, 9; cfr. anche COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, cit., 117.

[43] Cfr. BARTOLUCCI, *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento,* in *Quadrimestre*, 1984, 464 ss.; LENER, *sub* art. 3, cit., 404. Di diverso avviso è GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 1986, 289. Residuava, tuttavia, una diversità di veduta circa la struttura dell'atto negoziale in questione, ponendosi il tema se il contratto fosse da intendere come unitario – seppure plurilaterale – o se, invece, la fattispecie dei fondi desse luogo a una serie di contratti uniformi. Se la prima interpretazione (cfr. LENER, *sub* art. 3, cit., 404 s.) si fondava sull'assunto che i partecipanti costituissero un'unitaria controparte negoziale – tutti legati da una comunione di interessi – l'altra, invece, (cfr. ASCARELLI F., *op. cit*., 758) negava il carattere plurilaterale del contratto, non ravvisando nel tessuto normativo alcuna disposizione che potesse lasciare intendere la necessità che vi fosse uno scopo comune o, ancora un'organizzazione comune, tale da ammettere una *reductio ad unum* degli investitori

[44] Tale *modus agendi* veniva "giustificato" nella Relazione al disegno di legge n. 1609 – divenuto poi, con i vari emendamenti apportati, la Legge sui fondi mobiliari – in ragione dell'esigenza di evitare «l'appesantimento eccessivo che deriverebbe all'articolato da una disciplina omnicomprensiva dell'attività del fondo». Invero, pur a fronte di un lungo e farraginoso percorso, la qualità del prodotto normativo non era stata considerata da taluni "soddisfacente"; cfr. MAFFEI ALBERTI, *op. cit*., 380.

[45] L'unica previsione relativa alla liquidazione – a eccezione del riferimento posto dall'art. 8 in conseguenza al caso della decadenza della società di gestione – è dettata dall'art. 2 il quale demanda al regolamento del fondo l'individuazione delle modalità di liquidazione del fondo. Sul punto v. MEZZACAPO, *sub* art. 2, in *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 398.

fondo comune di investimento, presa in esame solo quale conseguenza del verificarsi di un evento patologico concernente la società di gestione[46].

Pur non essendo questa la sede per un'approfondita e complessiva disamina della Legge sui fondi mobiliari – che risulterebbe essere peraltro anacronistica stante l'intervenuta abrogazione della stessa – pare opportuno rilevare l'insufficiente attenzione mostrata dal legislatore alla vicenda – fisiologica – della liquidazione del fondo, presa in esame solo come conseguenza di un'anomalia gestoria della società sottoposta a un provvedimento di decadenza. Non v'era cenno, infatti, alla liquidazione scaturente dalla conclusione del ciclo di vita del fondo, né tanto meno v'era un qualche riferimento a procedure di dismissione conseguenti a uno *status* di incapienza del fondo[47], lacune che mostravano "un'immaturità" normativa non trascurabile, poiché non tenevano in considerazione come, anche nella fase finale della liquidazione, sarebbe stato necessario apprestare un *minimum* di disciplina che consentisse di mantenere inalterato il grado di tutela degli investitori[48].

Ma, al di là delle questioni interpretative sorte in ragione di norme sotto taluni aspetti lacunose o poco chiare, l'indubbio merito che deve riconoscersi alla Legge sui fondi mobiliare è, di certo, quello di aver positivizzato la disciplina dei fondi comuni di investimento[49], sottraendola a quel dibattito dottrinale che, in qualche misura, aveva

[46] Nello specifico, l'art. 8 Legge sui fondi mobiliari stabiliva che al verificarsi di gravi irregolarità nella gestione o di gravi perdite patrimoniali, venisse disposta la decadenza della società in questione, con l'effetto per il fondo di essere sottoposto all'amministrazione da parte di altra società o, in mancanza, di essere soggetto alla liquidazione secondo le norme civilistiche dettate con riferimento alla liquidazione delle società di capitali. Per una disamina della disciplina *ex* art. 8 Legge sui fondi mobiliare, cfr. pure GUGLIELMUCCI, *sub* art. 8, in *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 468; RUSSO, *Fondi comuni di investimento: autorizzazione del Ministro del Tesoro, decadenza dalla gestione del fondo e procedure liquidatorie*, in *Riv. soc*., 1984, 55 ss.

[47] Invero, una simile lacuna normativa – con riguardo alle ipotesi di incapienza del fondo comune di investimento – è rimasta nell'ordinamento sino all'introduzione del comma 6-*bis* all'art. 57 t.u.f., il quale – pur tardivamente – ha preso in esame simili circostanze, fornendo un rimedio all'ipotesi di incapienza. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra* parte II cap. III, parag. 5.1, laddove si prenderà in considerazione la disciplina domestica della liquidazione dei fondi comuni di investimento seppure nell'ambito dell'indagine che coinvolge la nuova fattispecie dei fondi di investimento europei a lungo termine.

[48] Secondo BELVISO, *Le cause di liquidazione dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc*., 1992, 1321, parrebbe che nella fase di liquidazione «l'esigenza di tutela dei partecipanti non già si faccia più intensa, ma abbia a rarefarsi».

[49] Come rilevato da CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV,* in *Trattato di diritto privato,* (diretto da) Rescigno, Torino, 2008, vol. 16, 6, la Legge sui fondi mobiliari segna un momento rilevante per l'evoluzione del settore, in quanto definisce per la prima volta in modo organico una regolamentazione civilistica e pubblicistica dell'istituto.

contribuito a ritardare l'*iter* di approvazione della regolamentazione in discorso[50], proponendo peraltro una disciplina che anticipava – in parte – gli schemi propri della regolamentazione comunitaria, ancora in fase di definizione[51].

In siffatto contesto, si innestano poi le successive regolamentazioni domestiche concernenti la disciplina dei fondi mobiliari chiusi[52] e di quelli immobiliari[53] che, pur con le dovute differenziazioni, mostravano diversi legami con la Legge dei fondi mobiliari alla quale rinviavano per taluni aspetti della regolamentazione. Con riferimento alla disciplina dei fondi cd. *closed*[54], come è ovvio, la principale differenza rispetto alla Legge sui fondi mobiliari aperti risiedeva nell'esclusione di una libera rimborsabilità delle quote, ammessa solo alla conclusione del ciclo di vita del fondo[55] – a seguito della liquidazione dello stesso – oppure, decorsi cinque anni dalla costituzione, nel caso di disinvestimenti del capitale del fondo allorché questi fossero compiuti nell'interesse dei partecipanti. I limiti alla rimborsabilità delle quote – quale cifra distintiva di siffatta categoria di fondi

[50] Sebbene poi la questione ermeneutica nel tempo si sia spostata dal tema del regime di proprietà dei beni facenti parte del fondo a quello del riconoscimento della soggettività giuridica in capo al fondo. Sul punto, v. *infra* parag. 5.1.

[51] Per ragioni di ordine espositivo, si rinvia al prosieguo della trattazione l'analisi degli interventi di matrice comunitaria. V. *infra sub* parag. 4 e 4.1.

[52] Si tratta della l. 14 agosto 1993, n. 344. Diversi sono i profili di affinità, quali quelli relativi alla preferenza accordata per la forma contrattuale in luogo di quella associativa, alla separazione patrimoniale tra il patrimonio del gestore e quello raccolto tra i partecipanti, al modello trilaterale, con la presenza di un soggetto che assolve alla funzione di depositario. Sul punto. v. CHIAPPETTA, *Fondi chiusi. La legge n. 344 del 1993 e relative disposizioni attuative. Una analisi sistematica,* in *Riv. soc.,* 1997, 1000 ss.

[53] Ci si riferisce alla l. 25 gennaio 1994, n. 86; sul punto, cfr. ZITIELLO, *Fondi comuni di investimento immobiliari chiusi: le norme di attuazione,* in *Società*, 1994, 1335 ss.; CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi,* Roma, 1994; ID., *Fondi immobiliari chiusi,* in *Contr. impr.,* 1995, 865 ss.; D'AMATO, *Su alcuni aspetti giuridici ed economico-estimativi dei fondi chiusi immobiliari,* in *Riv. giur. edilizia*, 1996, 107 ss.; e sui profili fiscali, cfr., *inter alia*, MIGNARRI, *I fondi immobiliari chiusi: la nuova disciplina fiscale,* in *Bancaria,* 1996, 46 ss.; GENCO, voce *Fondi comuni di investimento immobiliare*, in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 2000, 345 ss.; FRUSCIO, *I fondi comuni di investimento immobiliari. Nelle prospettazioni italiane e nelle esperienze estere*, Milano, 1992, nonché, seppure con riferimento alla disciplina successiva alla legge del '94, cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione: parte generale*, Bari, 2006.

[54] Per un ulteriore approfondimento della fattispecie, cfr. GERVASONI, PERINI, *I fondi di investimento mobiliari chiusi*, Milano, 1994; ASSOGESTIONI, *Commento alla legge 14 agosto 1993, n. 344,* in *Quaderno n. 11,* 1994; SANTORO P., *I fondi chiusi in Italia: problemi, opportunità, prospettive*, Milano, 1990; TOMMASETTI, *L'economia dei fondi mobiliari chiusi nella prospettiva dell'informazione di bilancio*, Padova, 1997; GERVASONI, *I fondi mobiliari chiusi: un prodotto finanziario innovativo per gli investitori e le imprese. La nuova regolamentazione: gli aspetti tecnici e gestionali*, Milano, 2000; SGANGA, *I fondi azionari chiusi in Italia tra opportunità e ostacoli allo sviluppo*, Roma, 2003.

[55] La disciplina in discorso individuava in modo definito il ciclo di vita che un fondo *closed* avrebbe dovuto mantenere e indicare nel regolamento. Questa determinatezza, sotto il profilo temporale, manca, invece, nella disciplina sugli ELTIF, nella quale il legislatore europeo si limita unicamente a definire il dato temporale in modo evanescente in termini di investimento «*long-term*». Sul punto, v. *infra* parte II, cap. II, parag. 4, nonché cap. III, parag. 3.

rispetto a quelli aperti – dipendevano[56] dalle politiche di investimento cui i prodotti in questione erano ammessi a impiegare il capitale raccolto e che, per lo più, concernevano piccole e medie imprese non quotate rispetto alle quali gli investimenti operati dal fondo potevano costituire un alternativo canale di finanziamento[57]. Dalla vocazione del fondo chiuso a impiegare il capitale in imprese non quotate dipendeva altresì la previsione di una specifica regolamentazione del valore minimo della singola quota di partecipazione al fondo, con la conseguenza che, con un *entry ticket* rilevante, l'investimento in siffatti prodotti diveniva elitario e non fruibile da investitori al dettaglio anche in considerazione dell'elevata alea cui simili fattispecie esponevano[58].

In generale, alle esperienze legislative sopra citate – pur perfettibili sotto molteplici aspetti – andava per lo meno riconosciuto il merito di "avvicinare", con riguardo alla materia della gestione del risparmio, l'ordinamento nazionale agli altri contigui[59], pur residuando ancora ampi margini di modernizzazione che non potevano non passare, anzitutto, per un'opera di sistematizzazione della materia che tenesse conto, altresì, delle sempre maggiori istanze di regolamentazione comunitaria protese alla creazione del mercato unico europeo[60].

3. L'opera unificatrice e novellatrice del t.u.f.

Nel tentare di definire il percorso storico-evolutivo della disciplina della gestione collettiva del risparmio e, in particolare, dei fondi comuni di investimento risulta arduo individuare un netto "spartiacque" tra la disciplina nazionale e quella europea. Non v'è dubbio, infatti, che nel tempo gli interventi del legislatore comunitario si sono fatti sempre più preponderanti e ad ampio spettro, sì che non possa definirsi un *iter* di disciplina nazionale e uno comunitario, se non per quello che attiene alle fonti, profilandosi piuttosto un sistema di intersezioni regolamentari composito e multilivello.

---

[56] Sul rapporto biunivoco tra politica di investimenti e forma aperta o chiusa del fondo di investimento, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare infra con riferimento alla fattispecie degli ELTIF; v. *infra* parte II cap. I, parag. 4.

[57] Sui limiti agli investimenti, cfr. GALANTE, *Prime note sui fondi comuni d'investimento chiusi,* in *Società,* 1993, 1445 ss.; CASELLA, *Fondi «chiusi»: la responsabilità del gestore… e la responsabilità del legislatore?,* in *Giur. comm.,* 1994, I, 572 ss.; in generale, si v. anche MORANO, CIRILLO, *La nascita dei fondi comuni di investimento denominati «chiusi»,* in *Società,* 1992, 1305 ss.

[58] Così CASELLA, *Fondi «chiusi»,* cit., 582.

[59] Sul punto, cfr. NIGRO, voce *Investment trust*, cit., 695; PIETRA, *op. cit.,* 538.

[60] Cfr. PIGA, *L'intermediazione finanziaria nel mercato unico europeo,* in *Bancaria,* 1988, 71 ss.

Invero, l'opera di adeguamento dell'ordinamento nazionale alle istanze di armonizzazione europea era iniziata già prima dell'emanazione del t.u.f.[61], mediante interventi novellatori della Legge sui fondi mobiliari finalizzati a adeguare la stessa alle prescrizioni che sarebbero poi confluite nella prima dir. UCTIS[62]. L'opera precorritrice del regolatore nazionale aveva avuto la conseguenza di consentire la costituzione di fondi aperti solo armonizzati[63], posto che il perimetro di applicazione della Legge sui fondi mobiliari coincideva con quello armonizzato definito dalla prima dir. UCTIS[64].

L'attività di sistematizzazione della materia, compiuta per il tramite del t.u.f., non dipendeva quindi dall'esigenza di adeguare la normativa domestica a quella di matrice comunitaria, ma piuttosto veniva sollecitata dalla necessità di rendere maggiormente organica la disciplina, fruendo della nuova fonte, per anticipare ulteriori tendenze novellatrici di derivazione comunitaria, nonché per ampliare il *range* degli organismi di investimento al di là degli «stretti binari» cui erano costretti i fondi aperti armonizzati.

Se, per un verso, tale obiettivo è stato perseguito mediante un'opera di riorganizzazione della materia in un'unica fonte normativa – in luogo delle differenti leggi che avevano sino ad allora disciplinato in modo settoriale la fattispecie dei fondi comuni di investimento – e per il tramite di una (solo apparente[65]) riduzione delle disposizioni

---

[61] Come noto, si tratta del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, meglio conosciuto come Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (nel prosieguo, "t.u.f.").

[62] Direttiva del Consiglio del 20 dicembre 1985 (85/611/CEE), concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.) (nel prosieguo "prima dir. UCTIS"). Per un'analisi della disciplina *de qua*, cfr. LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario,* in *Foro it*., 1989, IV, 224 ss., il quale conferisce alla direttiva in discorso il merito di aver creato un «diritto comune per organismi, analoghi per funzione economica, ma profondamente diversi quanto a struttura giuridica e origine storica». In estrema sintesi, la dir. UCTIS contiene disposizioni riguardanti l'autorizzazione, la vigilanza, la politica di investimento e i requisiti di trasparenza degli organismi d'investimento collettivo di tipo aperto, la cui principale attività consiste nell'investire in valori mobiliari, al fine di garantire un adeguato livello di liquidità per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori al dettaglio. Cfr. anche CARBONE, *Organismi di investimento collettivo del risparmio,* in *NLCC,* 1993, 146 ss. Sul punto, v. *infra* parag. 4.

[63] Nel senso che i fondi comuni di investimento di tipo aperto, sotto la vigenza della Legge sui fondi mobiliari, erano, in ogni caso, fondi armonizzati, non residuando spazio per la costituzione di organismi *open-end* al di fuori dei criteri e dei parametri dettati dalla direttiva del 1985. Il regime di armonizzazione, quale corollario del mutuo riconoscimento, permetteva di superare l'ostacolo dell'autorizzazione nazionale, ma solo con riferimento all'organizzazione e alle modalità di gestione del capitale del fondo. Residuava quindi un rilevante spazio non armonizzato, quale quello della commercializzazione, dal che discendeva la necessità di chiedere l'autorizzazione al collocamento delle quote al di fuori dello Stato di appartenenza. Sul punto, v. LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo*, cit., 231.

[64] Permanevano al di fuori di tale perimetro dell'armonizzazione i fondi comuni di investimento chiusi e quelli immobiliari di cui, rispettivamente, alle l. 14 agosto 1993, n. 344 e l. 25 gennaio 1994, n. 86; v. *supra* parag. 2.

[65] Al di fuori del perimetro della fonte primaria – costituita dal t.u.f. – residuano ampie porzioni di disciplina della materia rimessa alla regolamentazione secondaria che consta, a ogni modo, di numerose disposizioni normative.

normative concernenti la fattispecie, per altro verso, il legislatore nazionale ha compiuto un'evidente delegificazione della materia, rimettendo a fonti di secondo livello l'individuazione delle caratteristiche precipue e dei limiti operativi dei fondi[66].

Ora, se si osserva la disciplina dei fondi comuni di investimento sotto la "lente" del regolatore domestico, si evince nel t.u.f. un cambio di prospettiva regolamentare, dal momento che la disciplina primaria pone il proprio *focus* essenzialmente sul servizio[67] – rappresentato dalla gestione collettiva del risparmio – piuttosto che sull'oggetto – ovvero sui fondi comuni di investimento – allo scopo di realizzare una maggiore flessibilità operativa[68], compiuta anche per il tramite dell'accentramento delle funzioni gestorie (siano esse individuali o collettive) in capo alla società di gestione del risparmio (nel prosieguo, "SGR" [69]), in sostituzione della società di gestione prevista dalla Legge sui fondi mobiliari.

---

[66] In altri termini, se nel precedente sistema la definizione dei tratti caratteristici dei fondi – che rappresentavano il presupposto per la sussumibilità degli stessi nella *species* fondi chiusi o aperti – era rimessa alla normativa primaria, con l'emanazione del t.u.f. tali profili di disciplina sono rintracciabili in fonti di rango secondario, ammesse a stabilire le diverse tipologie di fondi. Il punto focale di siffatto nuovo assetto di regolamentare è costituito dall'art. 37 t.u.f. il quale segna il passaggio da un regime di tipicità a uno caratterizzato da flessibilità; sul punto v. MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del «gestore unico»),* in *Contr. impr*., 1999, 1467. In tale contesto di ampia delegificazione si colloca il provvedimento del Ministero del Tesoro (d.m. 24 maggio 1999, n. 228, poi sostituito dal d.m. 5 marzo 2015, n. 30) emanato in attuazione dell'art. 39 t.u.f., al quale fa da *pendant* il provvedimento della Banca d'Italia, concernente, la disciplina della vigilanza, originariamente contenuta nel Regolamento del 1 luglio 1998 (modificato con regolamento del 14 aprile 2005, poi dal provvedimento emanato dalla Banca d'Italia in data 19 gennaio 2015, in ultimo modificato, con provvedimento del 16 febbraio 2021). Sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio*, cit., 359 ss.; PARMEGGIANI, *sub* art. 39, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, (a cura di) Rabitti-Bedogni, Milano, 1998, 306 ss.

[67] Si assiste a un radicale mutamento di prospettiva, nel senso che, mentre nel sistema antecedente l'autorizzazione rilasciata al gestore era strettamente connessa all'istituzione del fondo, all'indomani dell'emanazione del t.u.f., invece, si pone primariamente l'attenzione sul servizio piuttosto che sul prodotto, con la conseguenza che l'autorizzazione concessa attiene al servizio di gestione collettiva del risparmio a prescindere dal tipo di organismo. Sul punto, v. NTUCK, voce *Fondi comuni di investimento*, in *Digesto*, *sez. comm.,* Torino, 2000, 334 ss.; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, (a cura di) Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 42.

[68] Cfr. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2001, I, 300. V. anche CASELLA, *Fondi «chiusi»: la responsabilità del gestore… e la responsabilità del legislatore?*, in *Giur. comm*., 1994, I, 582, il quale rilevava, già prima dell'intervento di sistematizzazione della materia, la necessità di «lasciare una grande libertà di intervento e una flessibilità ampia sugli strumenti, senza volerli inquadrare rigidamente. Gli operatori specializzati sono probabilmente migliori gestori di fondi [...] di quanto possa aspirare a esserlo il nostro legislatore».

[69] Sul gestore unico, cfr., *inter alia*, MIOLA, *sub* art. 33, in *Testo Unico della finanza*, (diretto) da Campobasso, I, Torino, 2002, 302 ss.; ID., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f*, cit., 321 s.; LENER R., *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente,* in *Studi in materia di intermediari non bancari – Quaderni di finanza della Consob*, 1999, n. 36, 25 ss.; MONGIELLO, *op. cit.*, 1463 ss., il quale rileva come, con l'emanazione del t.u.f., il legislatore abbia «sposta(to) il baricentro della disciplina», nel senso che, in luogo di una regolamentazione specifica dei vari prodotti, definisce principi di carattere generale applicabili a tutte le forme di gestione collettiva del risparmio; cfr. altresì LENER, GALANTE, *Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio,* in *Società*, 1998, 530 ss.; GRECO, *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.

Nell'ottica di sistematizzazione della materia perseguita con l'emanazione del t.u.f., il legislatore perveniva così a dettare una definizione – seppure poco soddisfacente – di gestione collettiva del risparmio, sancendo al contempo un principio di riserva di legge in forza del quale siffatta attività veniva rimessa, in via esclusiva, alle SGR e alle SICAV. Invero, l'intento definitorio perseguito veniva tradito, in concreto, da un dato normativo che non forniva una descrizione dei tratti morfologici[70] dell'attività *de qua*, poiché poneva piuttosto l'attenzione sui soggetti cui era rimessa la gestione oggetto di riserva, innescando così un meccanismo di rimandi definitori autoreferenziali e anodini, fisiologicamente esposto a fervide critiche da parte degli interpreti[71].

Ma, al di là della discutibile scelta redazionale – poi superata in sede di recepimento di taluni interventi di derivazione comunitaria[72] – nell'originario impianto del t.u.f. la gestione collettiva del risparmio ammetteva una dicotomia[73] tra la prestazione gestoria e quella promozionale che, almeno con riferimento ai fondi, consentiva una differenziazione tra il soggetto che prendeva parte alla genesi dello stesso[74] – assumendo così l'incarico di società promotrice – e chi, invece, si sarebbe occupato della sola fase gestoria, ove ammesso dal regolamento del fondo.

---

[70] Cfr. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica,* in *Riv. soc.,* 2005, 1118, il quale compara l'approccio definitorio domestico con quello assunto dal legislatore inglese che, nel *Financial Services and Markets Act 2000, Part XVI, Chapter I,* s. 235, definisce la fattispecie, invece, «in termini descrittivi e empirici».

[71] Se, infatti, da un lato, la gestione collettiva del risparmio veniva definita, fra le altre, in termini di gestione del patrimonio di OICR, riservata alle SGR e alle SICAV e, dall'altro, gli OICR venivano identificati, in via esclusiva, nei fondi comuni di investimento e nelle SICAV, ne conseguiva che la finalità definitoria non solo risultava svilita, ma si esponeva altresì a interpretazioni idonee a mettere a repentaglio l'allora novello impianto normativo del risparmio gestito. Sul punto, v. SANDRELLI, *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 *Riv. soc*., 2015, 392 s.; CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio,* cit., 1117; cfr. anche BARCELLONA, *op. cit.,* 41.

[72] Come noto, ci si riferisce alle modifiche necessitate dal recepimento – tardivo – della cd. dir. AIFM, per la cui indagine si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra sub* parag. 5.

[73] Tale modulazione dell'attività di gestione – in promozione e gestione in senso stretto – è stata superata con la riforma adottata nell'ordinamento per dare attuazione agli obblighi scaturenti dalla dir. AIFM; sul punto, v. *infra* parag. 5.

[74] Così LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.,* in *Società*, 1998, 1123, che configurava in capo alla società promotrice una sorta di delega «istituzionale» che si attua «nel momento genetico del fondo e per la quale non è previsto né un termine di durata, né la possibilità per la società promotrice di impartire indicazioni vincolanti al gestore»; sul punto, cfr. anche PONTOLILLO, *sub* art. 36, in *Commentario al testo unico. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 384; GRECO, *op. cit.,* 145; nonché ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 194 ss.

Ma, in tale quadro, la novità significativa introdotta dal t.u.f. – oltre ai profili definitori[75] – risiede piuttosto nel delegare alla normativa secondaria il compito di determinare i criteri cui le varie tipologie di fondi devono ispirarsi[76], limitandosi la disciplina primaria a definire i profili base delle fattispecie, ovvero dei fondi chiusi e aperti, il cui tratto discretivo, come noto, sta nella "redimibilità" – più o meno libera – del capitale investito[77].

La sussumibilità nell'una o nell'altra *species* dipendeva – come dipende, tutt'ora – dalla politica di investimento adottata, stante la capacità della stessa di influenzare la frequenza del rimborso a cui gli investitori avevano diritto di accedere, rimborso che veniva graduato da un diritto *ad libitum*[78] – nel caso dei fondi aperti – a un diritto da farsi valere in determinati e limitati momenti, nel caso di quelli chiusi.

Invero, la riforma del sistema, occasionata dall'emanazione del t.u.f., determinava altresì un significativo ampliamento del novero delle categorie dei fondi, anche con riferimento all'ormai consolidata categoria dei fondi aperti. Alla stessa potevano, infatti, ascriversi sia quelli armonizzati – ovvero quelli soggetti alle prescrizioni contenute nella dir. 85/611/CEE[79] – sia quelli non armonizzati. Quest'ultima categoria – affine alla prima

[75] Pur nell'intento di assecondare quell'esigenza di flessibilità operativa carente nell'originario sistema normativo, il legislatore dell'epoca non si esimeva dal definire, seppure in termini generali, la fattispecie dei fondi comuni di investimento, fornendo così dei dati normativi astrattamente confacenti a qualsivoglia forma o tipo in cui si voglia declinare il fondo. Nello specifico, l'allora art. 1, lett. j), t.u.f. definiva i fondi comuni di investimento in termini di «patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissione 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», ammettendo altresì la possibilità che il fondo fosse suddiviso in comparti operanti in regime di biunivoca separazione patrimoniale. Sul punto v. NTUK, *op. cit,* 9; CAVANNA, *op. cit.,* 11 ss.

[76] Per una panoramica delle varie fattispecie rimesse alla regolamentazione secondaria, cfr. SEGNALINI, Art funds *e gestione collettiva del risparmio*, Torino, 2016, 38 ss.

[77] Sul punto, v. *infra* parte II, cap. III, parag. 4.2.3., laddove – seppure in funzione della qualificazione dell'ELTIF – si farà riferimento alla distinzione tra carattere *closed* e *open-end* dei prodotti, alla luce delle modificazioni intercorse in adeguamento alle istanze regolatrici comunitarie. Sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, (a cura di) Capriglione, Assago, 2010, 466 ss.

[78] Così veniva inteso altresì dalla dir. 85/611/CEE che, all'art. 1, parag. 2, nel definire i tratti qualificanti gli o.i.c.v.m. faceva, fra gli altri, riferimento alla circostanza che le quote degli stessi fossero «su richiesta dei portatori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a carico del patrimonio dei suddetti organismi. È assimilato a tali riacquisti o rimborsi il fatto che un o.i.c.v.m. agisce per impedire che il corso delle sue quote in borsa si allontani sensibilmente dal valore netto di inventario».

[79] La soggezione al regime di armonizzazione comunitaria era (come è) la condizione per permettere la commercializzazione dei prodotti nel territorio dell'Unione, nel regime del mutuo riconoscimento. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare con riferimento agli ELTIF; v. *infra* parte II, cap. I, parag. 2 ss., quanto all'autorizzazione, e cap. 2, parag. 2 ss., quanto alla commercializzazione.

sotto svariati profili[80] – collocandosi al di fuori del perimetro di applicazione della disciplina comunitaria, consentiva ai gestori maggiore flessibilità operativa e, soggiacendo unicamente alle disposizioni nazionali[81], assurgeva così a fattispecie residuale idonea a colmare quegli spazi di regolamentazione – nel tempo sempre più ridotti[82] – lasciati vuoti dal legislatore comunitario.

La gemmazione di varie tipologie di fondi – fra cui si annoverano, come noto, i fondi speculativi e quelli riservati[83] – si poneva in linea con le esigenze sottese all'opera di sistematizzazione della materia e di delegificazione della stessa; rimane che, se, all'indomani dell'entrata in vigore del t.u.f., il quadro normativo pareva mutato significativamente rispetto all'allora previgente disciplina, nonché arricchito di molteplici fattispecie, invero, può osservarsi come – con una (fin troppo) agevole prognosi *ex post* – la "rivoluzione copernicana" della disciplina del risparmio gestito dovesse ancora compiersi. Pur avendo il regolatore nazionale, in qualche misura, anticipato talune misure che erano in via di definizione presso le istituzioni europee, certo non poteva conoscere il perimetro e l'ampiezza degli interventi comunitari che – seppure con un "andatura" non costante – avrebbero sollecitato frequenti aggiornamenti della materia, conformando una regolamentazione sempre più vocata alla dimensione europea piuttosto che a quella domestica.

---

[80] Permaneva infatti la possibilità di *exit* tendenzialmente in qualunque momento, nonché talune limitazioni relative agli investimenti ammissibili, seppure con alcune deroghe rispetto alle previsioni applicabili ai fondi armonizzati. Sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio,* cit., 358 ss.; ID., *L'ordinamento finanziario*, cit., 469 s.

[81] Sul punto, si rinvia alle prescrizioni dettate nel provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999, il quale definiva una disciplina piuttosto articolata che, raffrontata a quella applicabile ai fondi aperti armonizzati, evidenziava le differenze in termini di operatività tra fondi armonizzati e no, facendo di quest'ultima una categoria, per così dire, a sé stante e idonea a ricomprendere una porzione importante di fattispecie. Cfr. ANNUNZIATA, *L'ordinamento finanziario*, cit., 471.

[82] V. *infra sub* parag. 6.

[83] Con riguardo alla fattispecie dei fondi riservati, cfr., *inter alia,* ANNUNZIATA, *L'ordinamento finanziario*, cit., 475 ss.; e, in generale sulla disciplina dei fondi riservati, cfr. VERDERIO, *I fondi riservati*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 703 ss.; mentre, per un'analisi della fattispecie dei fondi speculativi, cfr. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio,* cit., 370 ss.; ID., *I fondi speculativi,* in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 677 ss.; D'APICE, *Il fondo speculativo: il quadro normativo di riferimento,* in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 314; per una paronimica delle varie legislazioni in materia, cfr. PARRY, CULEN, *Hedge Funds: Law and Regulation,* London, 2000.

4. … sotto "l'ombra" sempre più "visibile" del legislatore comunitario: le dir. UCTIS

L'incipienza della regolamentazione europea nella materia della gestione collettiva del risparmio è stata connotata da un approccio normativo cauto e parziario[84] volto, anzitutto, a dotare gli Stati membri di un *minimum* di disciplina comune che consentisse il coordinamento tra i diversi ordinamenti in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari[85].

Invero, l'andamento sinusoidale che ha connotato nel tempo gli interventi di matrice comunitaria[86] rende complessa per l'interprete l'opera di ricostruzione della disciplina nella quale, pur a fronte di un *agere* rapsodico, pare riscontrabile una sorta di "*fil rouge*" dato dalla volontà delle istituzioni comunitarie di realizzare una piena e completa creazione del mercato unico dei capitali[87].

Ciò posto, non v'è dubbio che l'approccio a posteriori consente di osservare un "incedere" sempre più preponderante della disciplina comunitaria su quella nazionale, sino a restringere la regolamentazione domestica ad "angusti spazi"[88], come accaduto con i più recenti interventi novellatori connotati da un'evidente "accelerazione" verso – per così dire – un'europeizzazione della gestione collettiva del risparmio[89].

---

[84] Cfr. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 195, il quale rileva «*but the incremental and silos-based development of the regime has let to inconsistence, level playing field difficulties, and ever more fragmented regime*».

[85] Il *focus* della disciplina riguardava i soli organismi di tipo aperto e ciò si giustificava in considerazione della maggiore affermazione che tali prodotti avevano riscontrato nei vari Stati membri rispetto ad altre tipologie, come dimostrato, peraltro, dal fatto che, nell'ordinamento nazionale, la prima regolamentazione concerneva proprio i fondi aperti (v. *supra* parag. 2).

[86] Cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 1, il quale descrive gli interventi del legislatore comunitario in termini «andatura fortemente asincrona».

[87] Seppure, sin dai primi atti normativi profusi, l'intento ultimo del legislatore comunitario fosse il suddetto, il percorso per il suo raggiungimento si è rivelato, in concreto, alquanto complesso, sol che si consideri che le più recenti novelle – come quella oggetto della presente trattazione – propugnino ancor oggi la volontà (tanto anelata) di favorire la costruzione della cd. *Capital Markets Union.* Sul punto, v. *inter alia,* COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 18 febbraio 2015; PARLAMENTO EUROPEO, *Costruire un'unione dei mercati dei capitali. Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali» (2015/2634(RSP)*; sul punto, v. *infra* parte II, cap. I, parag. 1.

[88] Cfr. ENRIQUES, *Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari,* in *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del convegno Banca d'Italia – Consob, 6 novembre 2018. Quaderni giuridici*, 2019, n. 21, 110, rileva – seppure in generale rispetto alla disciplina dei mercati finanziari – come «una ricognizione di ciò che resta di puramente domestico all'interno del TUIF dà la misura, in negativo, di quale sia stata l'espansione del diritto europeo dei mercati finanziari in tale periodo».

[89] Prova ne è il cambio di passo anche negli strumenti di regolazione utilizzati dalle istituzioni europee che, in luogo della più "tenue" direttiva, hanno fatto ricorso al regolamento europeo, atto che – come noto – si connota per una maggiore cogenza e vincolatività, sì da consentire il raggiungimento di un grado di armonizzazione massima. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra* con riferimento alla fonte di regolamentazione della fattispecie oggetto di analisi (v. *infra* parag. 7, nonché parte II, cap. I, parag. 1).

Come rilevato sopra[90], il punto di partenza è rappresentato dall'approccio armonizzante seguito dalla prima dir. UCTIS la quale poneva il suo *focus* di regolamentazione sul prodotto, definendo condizioni omogenee di disciplina che consentissero la libera commercializzazione dei cd. o.i.c.v.m.[91] all'interno dell'Unione senza, tuttavia, coinvolgere nel perimetro di armonizzazione i soggetti preposti all'esercizio della gestione del risparmio.

Orbene, la settorialità dell'intervento – di cui, sin dall'inizio, era ben conscio il regolatore comunitario[92] – avrebbe di certo dovuto sollecitare, in un lasso di tempo più ristretto, un ulteriore intervento novellatore che, per converso, si è lasciato attendere per più di un decennio, venendosi a definire – a seguito di un complesso *iter* di approvazione[93] – con l'emanazione di due direttive gemelle, unitariamente note come UCTIS III[94].

Se, sotto il profilo del prodotto, il merito da attribuire alla riforma adottata con il pacchetto UCTIS III sta nell'estensione dell'area di armonizzazione dei veicoli – sì da permettere un ampliamento del novero delle attività in cui potevano impiegarsi i capitali raccolti dagli o.i.c.v.m. – il più significativo passo in avanti è da ricondurre all'allora vigente regolamentazione sotto il profilo gestorio[95]. Oltre all'estensione dell'ambito operativo della società di gestione – non più soggetta al limite dell'esclusivo esercizio della gestione collettiva – si definivano le condizioni di «armonizzazione essenziale, necessaria e sufficiente»[96] con il fine di permettere il mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e dei

---

[90] V. *supra* parag. 3.

[91] Acronimo con il quale nel prosieguo della trattazione ci si riferirà agli "organismi di investimento collettivo in valori mobiliari".

[92] V. Considerando n. 6, prima dir. UCTIS. Sul punto, cfr. LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo,* cit., 224 ss.

[93] La prima bozza di riforma della dir. UCTIS risale, infatti, al 1993, a cui fanno seguito una serie di proposte, più volte "rivisitate", che – solo all'inizio degli anni 2000 – hanno rintracciato il consenso definitivo delle istituzioni europee.

[94] Ci si riferisce alla direttiva 2001/107/CE del Parlamento europeo e del consiglio del 21 gennaio 2002 che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) al fine di regolamentare le società di gestione e i prospetti semplificati (nel prosieguo anche "dir. gestore"); nonché alla direttiva 2001/108/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 gennaio 2002 che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), con riguardo agli investimenti OICVM (nel prosieguo anche "dir. prodotto"; unitamente alla dir. prodotto, nel prosieguo nominate "pacchetto UCTIS III"). Per una disamina analitica delle novità introdotte dalle suddette direttive, cfr. DESIDERIO, *«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. merc. fin*., 2004, 105 ss.

[95] Si deve alla dir. gestore, infatti, l'introduzione di una definizione comunitaria di gestione collettiva, la quale si desume dal combinato disposto dell'art. 1-*bis*, nn. 2) e 5), parag. 2. Cfr. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio*, cit., 1118.

[96] V. Considerando n. 3, dir. gestore.

sistemi di vigilanza prudenziale e consentire così, in forza del principio *dell'home country control,* l'operatività transfrontaliera dei gestori in regime di libera prestazione dei servizi o mediante lo stabilimento di succursali, sotto la vigilanza prudenziale delle autorità dell'*home country*[97].

Pur ammettendo un'operatività *cross-border* da parte del gestore, il processo di armonizzazione fornito dal pacchetto UCTIS III si arrestava, tuttavia, alla necessità che il fondo fosse autorizzato dallo «Stato membro nel quale è situata la sede statutaria della società di gestione»[98], con ciò imponendo un limite invalicabile all'istituzione e alla gestione diretta di prodotti domiciliati in altri Stati dell'Unione.

In siffatto contesto, i limiti che il pacchetto UCTIS III poneva all'operatività transfrontaliera dei gestori sono stati superati in via definitiva con l'emanazione della cd. dir. UCTIS IV[99] per merito della quale, fra le altre[100], si è riconosciuto ai gestori la

[97] Ciò si traduceva nell'obbligo per il Paese ospitante di riconoscere l'autorizzazione rilasciata, senza poter surrettiziamente aggravare le condizioni per esercitare l'attività in questione, essendo quest'ultimo unicamente destinatario di una comunicazione – corredata di specifiche informazioni – da parte dell'autorità competente dell'*home country*. La *disclosure* imposta ai gestori operanti in regime *cross-border* si modulava a seconda che la società di gestione operasse mediante stabilimento di una succursale o in regime di libera prestazione dei servizi, in ragione del carattere duraturo che connota la prima a differenza della seconda. Sul punto, v. DESIDERIO, *op. cit*., 129; ZUCCHELLI, *L'operatività transfrontaliera del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 224 s.

[98] V. art. 1-*bis*, n. 5, lett. a), prima dir. UCTIS, come modificata dalla dir. gestore.

[99] Ci si riferisce a direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (nel prosieguo, "dir. UCTIS IV"), cui fanno da *pendant* la direttiva 2010/42/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda talune disposizioni inerenti alle fusioni di fondi, alle strutture *master-feeder* e alla procedura di notifica, nonché la direttiva 2010/43/UE della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione. Invero, il quadro definito dalla dir. UCTIS IV è stato successivamente modificato dalla direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 recante modifica della direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), per quanto riguarda le funzioni di depositario, le politiche retributive e le sanzioni (nel prosieguo, "dir. UCTIS V"); le modifiche introdotte dalla dir. UCTIS V non hanno alterato il quadro normativo introdotto dalla precedente dir. UCTIS IV, con la conseguenza che prosieguo si farà cenno a quest'ultima e alla dir. UCTIS V solo nei limiti in cui essa ha novellato la regolamentazione in tema di o.i.c.v.m.

[100] Altre significative novità introdotte dalla dir. UCTIS IV consistono nella possibilità di creare *feeder funds*, nonché nel regime di armonizzazione della disciplina delle fusioni transfrontaliere; ambiti di disciplina per i quali – per ragioni di logica espositiva e non solo – ci si limita a rinviare a NASTASI, *Le strutture e le vicende degli Oicr. Le fusioni di Oicr e i* master-feeder, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, 439 ss.; IEZZI, *sub* art. 40, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 283 ss.; RIGHINI, *sub* artt. 40-*bis* e 40-*ter*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 283 ss.

possibilità di istituire e gestire prodotti armonizzati in un Paese diverso da quello di insediamento[101].

L'implementazione del regime del passaporto europeo ha imposto al regolatore una novella dell'architettura dei controlli nazionali, con la conseguente bipartizione delle funzioni tra Stato di appartenenza del gestore e Paese di origine del prodotto che, nel quadro regolamentare definito con l'emanazione della dir. UCTIS IV, potranno non coincidere[102]. Ma, al di là dei profili definitori, l'intento perseguito è stato quello di delimitare le rispettive competenze e le modalità di coordinamento da seguire nella necessaria interazione che deve realizzarsi tra le autorità nazionali competenti nell'operatività transfrontaliera del gestore e del prodotto[103], sia con riferimento alla fase autorizzativa, sia con riguardo alla successiva commercializzazione, rispetto alle quali si rende evidente l'ampliamento del perimetro di armonizzazione.

Alla commercializzazione su base transfrontaliera[104] del prodotto si affianca altresì la possibilità di un collocamento altamente "inclusivo" degli organismi UCTIS, essendo ammessi a investire negli o.i.c.v.m, non solo gli investitori professionali, ma altresì quelli

[101] V. art. 16, parag. 3, dir. UCTIS IV, laddove si prevede che «[..] un OICVM è libero di designare una società di gestione autorizzata in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di origine dell'OICVM, o di essere gestito dalla stessa, ai sensi delle pertinenti disposizioni della presente direttiva [..]» nel rispetto delle prescrizioni sancite dagli artt. 17-20 della medesima direttiva.

[102] Sull'architettura composita della vigilanza, ripartita tra autorità nazionali del gestore e del prodotto, si avrà modo di soffermarsi nel prosieguo nell'ambito dell'indagine concernente gli ELTIF che, pur non soggiacendo alla disciplina dettata in materia di prodotti UCTIS, ricalca sotto taluni aspetti l'articolazione suddetta, in considerazione del regime di armonizzazione massima che coinvolge il prodotto e il suo gestore. Sul punto, v. *infra* parte II, cap. I, parag. 3 ss.

[103] Nel perseguimento di siffatta finalità si pone l'art. 19, parag. 1, dir. UCTIS, il quale stabilisce che una società di gestione che opera su base transfrontaliera – mediante lo stabilimento di una succursale o in regime di libera prestazione di servizi – soggiace alle «norme dello Stato membro di origine della società di gestione in materia di organizzazione della società di gestione, compresi il regime di delega, le procedure di gestione dei rischi, le norme prudenziali e la vigilanza, le procedure di cui all'articolo 12 e gli obblighi informativi che le incombono», senza che tali norme risultino essere più rigorose di quelle applicabili alle società di gestione che svolgono la propria attività in via esclusiva nel paese membro di origine; mentre, ai sensi del medesimo art. 19, parag. 3, le società di gestione devono osservare «le norme dello Stato membro di origine dell'OICVM in materia di costituzione e funzionamento degli OICVM [..]». Sul punto, cfr. MOLONEY, *op. cit.*, 221 ss.

[104] La commercializzazione transfrontaliera degli o.i.c.v.m. è oggetto di regolamentazione, oltre che agli artt. 91-96, dir. UCTIS IV, anche nella direttiva di secondo livello (dir. 2010/42/UE), nonché nel Regolamento (UE) n. 584/2010 della Commissione del 1° luglio 2010 recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la forma e il contenuto del modello *standard* della lettera di notifica e dell'attestato OICVM, l'utilizzo dei mezzi elettronici per le comunicazioni tra le autorità competenti ai fini della notifica, nonché le procedure per le verifiche sul posto e le indagini e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti. Sul punto, cfr. BARATTELLI, *Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 18 s.; MOLONEY, *op. cit.*, 217 ss.

retail, dal che discende la previsione di una serie di regole prudenziali[105] finalizzate ad assicurare un elevato *standard* di protezione degli investitori, cui si perviene per il tramite di una disciplina specifica del regime di informazione che deve essere garantito a questi ultimi. La *disclosure* nei confronti degli investitori si connota, infatti, non solo per il grado di dettaglio delle informazioni, ma altresì – specie per chi non è in possesso di specifiche competenze, come gli investitori al dettaglio – per la fruibilità e la chiarezza dei dati forniti, assicurata per il tramite del cd. KID[106], finalizzato a garantire una piena consapevolezza, da parte dell'investitore, dell'assumendo rischio[107].

Orbene, se, per un verso, l'*iter* regolamentare su esposto aveva nel tempo permesso un significativo ampliamento del perimetro di armonizzazione in relazione alla gestione e alla commercializzazione degli o.i.c.v.m. su base transfrontaliera, residuava, per altro verso, un ragguardevole spazio di disciplina, in materia di gestione collettiva del risparmio, collocato al di fuori della cornice comunitaria e rispetto al quale erano emerse in tutta la loro evidenza plurime criticità, specie in conseguenza della crisi finanziaria del primo decennio del terzo millennio, che sollecitavano quindi un ulteriore intervento armonizzante da parte del legislatore europeo[108].

---

[105] Si tratta di regole che, in estrema sintesi, dettano limitazioni concernenti le politiche di investimento e la diversificazione dei rischi, nonché in un irrigidimento – specie con le modifiche introdotte dalla UCTIS V – del regime di responsabilità del depositario, nel tentativo di uniformare la disciplina dei fondi armonizzati con quella dettata con riferimento ai fondi di investimento alternativi (v. infra parag. 4.1). Sul punto, cfr. VENEZIANO, *I compiti del depositario e il «nuovo» regime di responsabilità*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 295 ss.; MOLONEY, *op. cit.*, 242 ss.; LENER, PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindi anni dal TUF,* in *Riv. dir. comm*., 2014, 413 ss.

[106] V. art. 78, dir. UCTIS IV che prescrive l'adozione di un documento sintetico denominato «informazioni chiave per l'investitore», il quale deve contenere informazioni che, in modo conciso e in un linguaggio non tecnico, forniscano «agli investitori in modo che essi possano ragionevolmente comprendere la natura e i rischi del prodotto di investimento loro proposto e possano, di conseguenza, prendere decisioni di investimento informate», specificando altresì le modalità mediante cui è possibile reperire informazioni supplementari sull'investimento proposto, in particolare, nonché il prospetto informativo, la relazione annuale e la relazione semestrale. Un simile approccio è seguito anche con riferimento agli ELTIF in ragione della commerciabilità degli stessi, seppure a certe condizioni, al mercato *retail*. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare nel prosieguo della trattazione (v. *infra* parte II cap. II, parag. 2.2. ss.).

[107] Come rilevato da VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE*, 2012, 218, «la capacità di prendere decisioni informate presuppone una attenta selezione dei dati utili alla conoscenza, e nelle informazioni è entrato il concetto di *overdose*: più si semplifica e si rende chiaro, meno si confonde la mente, più si realizzano gli obiettivi di protezione»; nello stesso senso anche CAPOBIANCO, LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari,* in *Contr. e impr.*, 2011, 1144; e ciò, in generale, si pone nel solco della presa di coscienza della necessità di educare e informare i risparmiatori con il fine di permettere loro di assumere scelte di investimento consapevoli, così CAVEZZALI, GARDENAL, RIGONI, *Alfabetizzazione finanziaria e «*asset allocation*» dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *AGE,* 2012, 107 ss.

[108] V. Considerando nn. 2 e 3 direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (nel prosieguo, "dir. AIFM"). Per un inquadramento

4.1. (segue) anche "oltre" il perimetro dei fondi armonizzati: il modello regolamentare della dir. AIFM

Nel contesto economico sopra descritto diveniva, quindi, preminente[109] l'esigenza di uniformare i livelli di vigilanza, nonché i meccanismi autorizzativi[110] relativi ai soggetti operanti nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, scongiurando così il rischio che la disomogeneità tra le diverse legislazioni nazionali[111] degli Stati membri, in relazione alle fattispecie non armonizzate, incrinasse il – già precario, se non instabile – equilibrio del sistema finanziario europeo, con evidenti ripercussioni sotto il profilo della tutela degli investitori.

Sulla scorta di ciò, con l'emanazione del cd. dir. AIFM il legislatore comunitario muta l'approccio regolamentare[112] che, diversamente dal regime seguito in ambito UCTIS, non segue più un metodo settoriale, ma residuale, definendo una disciplina che trova applicazione con riferimento a qualsivoglia gestore di prodotti non UCTIS[113]. In altri

---

generale della disciplina ivi contenuta, v., *inter alia*, ZEPEDA, *To EU, or not to EU: this is the AIFMD question,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, vol. 29, 82 ss.; ZETZSCHE, PREINER, *Scope of the AIFMD,* in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen Aan den Rijn, 2020, 25 ss.; REPIQUET, *The Alternative Investment Fund Managers Directive: Ten Years After*, in *European Company Law Journal* 17, 2020, 108 ss.; BODELLINI, *The European Union Regulation on Marketing of Alternative Investment Funds: Another Step Towards Integration of the European Union Financial Market*, in *Business Law Review* 37, 2016, 208 ss.; LAMANDINI, MUNOZ, *Eu financial Law. An introduction*, Milanofiori Assago, 2016, 387 ss.; con riferimento alla letteratura nazionale, v. LENER, PETRONZIO, *op. cit.*, 389 ss.; GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni,* in *Società*, 2011, 1181 ss.; LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi,* in *Contr. impr. Eur*., 2011, 602 ss.; RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *NLCC*, 2015, 346 ss.; LAMBERTI, *La disciplina comunitaria dei gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2015, 85 ss.; BARCELLONA, *op. cit*., 59 ss.

[109] Invero, v'era chi non riteneva necessario un intervento novellatore della disciplina degli *hedge funds*, sostenendo che gli stessi avessero dimostrato di saper reggere alle "scosse" causate dalla crisi finanziaria anche in modo migliore di altri settori maggiormente regolamentati: sul punto, v., *inter alia,* RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach,* in *Richmond Journal of Global Law & Business*, 2011, vol. 10, 263; *contra* FERRAN, *The regulation of hedge funds and private equity: a case study in the development of the EU's regulatory response to the financial crisis,* in *ECGI Working paper series in law*, 2011, 176.

[110] Non pare casuale il frequente richiamo che il regolatore comunitario fa ai rischi sistemici e alla necessità di predisporre un sistema di «efficace controllo di tali rischi da parte delle autorità competenti all'interno dell'Unione» (v. Considerando n. 92, dir. AIFM).

[111] Per una comparazione tra le diverse legislazione europee in tema di fondi alternativi, cfr. CORNISH, MASON, *International guide to hedge funds regulation*, London, 2009; ATHANASSIOU, *Hedge fund regulation in the European Union. Current trends, and future prospects*, Alphen aan den Rijn, 2009; RIVIÈRE, *op. cit.*, 268 ss.

[112] Secondo PAOLUCCI M. G., *sub* art. 1, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 16, la direttiva in discorso si caratterizza per «un approccio assolutamente inedito in materia», dato che si concentra sulla disciplina dei gestori degli OICR piuttosto che – se non in via indiretta e minimale – sui prodotti stessi; cfr. anche SANDRELLI, *op. cit*., 389, il quale rileva un metodo di armonizzazione speculare rispetto a quello utilizzato in ambito UCTIS.

[113] Rileva MOLONEY, *op. cit.,* 197, che mentre il regime normativo UCTIS è volontario – nel senso che è discrezionale l'adeguamento alle prescrizioni normative UCTIS – quello contenuto nella dir. AIFM è

termini, le prescrizioni contenute nella direttiva in discorso coprono l'attività di gestione collettiva del risparmio esercitata da qualsivoglia gestore che compia la propria prestazione in favore di cd. FIA[114], siano essi in forma contrattuale o societaria. L'eterogeneità della categoria FIA – delimitata sotto il profilo qualitativo solo per l'estraneità rispetto alla regolamentazione UCTIS – ha indotto il legislatore europeo ad astenersi dal disciplinare i prodotti, ponendo unicamente (o quasi) il *focus* regolamentare sui gestori al fine di definire un *framework* normativo che consenta ai GEFIA[115] di agire sotto il regime del passaporto europeo[116]. In mancanza di una specifica regolamentazione

vincolato, in quanto la non sottoposizione dell'OICR al primo regime comporta *ipso facto* la soggezione a quello di cui alla dir. AIFM. Così anche IOCCA, *Le società di investimento tra disciplina interna e armonizzazione europea*, in *NLCC*, 2018, 965 ss.

[114] Ai sensi dell'art. 4, parag. 1, lett. a), dir. AIFM, sono intesi come FIA (acronimo di "fondi di investimento alternativi") gli organismi di investimento collettivo che «raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investi- mento definita a beneficio di tali investitori» e che «non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE». La definizione di FIA si compone quindi di una "anima" positiva – fondata su ampi criteri di identificazione della fattispecie – e una negativa, data dalla sottrazione dei FIA dal sistema regolamentare UCTIS. Invero, la suddetta disposizione consente una ridefinizione, in termini morfologici, dell'attività riservata che assume – come rilevato da BARCELLONA, *op. cit.,* 60 ss. – una nuova connotazione eurocentrica, abbandonando quella dimensione domestica che l'aveva connotata prima dell'emanazione della direttiva in discorso (v. *infra* parag. 5). Sull'ampiezza della nozione di FIA, v. le risposte formulate dalla Commissione europea nell'ambito delle *Q&A* sulla dir. AIFM, secondo cui «*the definition of an AIF has been intentionally drafted broadly by the legislators in order to capture the variety of fund structures in all Member States (hence the broad formulation "collective investment undertakings"). The intention behind such wording was to include investment funds in one of the two categories: AIFs or UCITS and to avoid any gaps. Whether a structure falls within this definition can be determined only on a case-by-case basis, taking into account its specific features. ESMA is currently discussing these aspects in more detail*».

[115] Il regime dell'autorizzazione unica cui sono sottoposti i GEFIA, in forza delle prescrizioni contenuta nella dir. AIFM, non trova applicazione con riferimento a taluni gestori (*negative scope*) che, ai sensi dell'art. 3, gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite – comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria – non superano in totale la soglia di 100 milioni di euro; ovvero gestiscono portafogli di FIA le cui attività gestite non superano in totale la soglia di 500 milioni di euro, quando i portafogli di FIA sono investiti in FIA che non ricorrono alla leva finanziaria e non prevedono il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA. Per ragioni dimensionali si ammette, quindi, per tali gestori la necessità di una mera registrazione presso l'autorità nazionale competente, con la conseguenza che non beneficeranno dei diritti scaturenti dalla sottoposizione al regime AIFM (come, fra le altre, la commercializzazione transfrontaliere), salvo che non esercitino la facoltà di *opt-in*, sottoponendosi volontariamente alle prescrizioni normative contenute nella dir. AIFM. Resta fermo, tuttavia, che pur operando in regime di esenzione, i gestori cd. sotto-soglia saranno soggetti al rispetto di taluni – pur minimali – obblighi prescritti dall'art. 3, parag. 3, finalizzati a permettere un adeguato monitoraggio dei rischi da parte delle autorità nazionali competenti. Sul punto, cfr. BARATTELLI, *op. cit.,* 24.

[116] L'uniformazione dei requisiti autorizzativi del gestore e la valenza intracomunitaria del vaglio autorizzativo concesso dall'autorità nazionale competente copre sia la gestione transfrontaliera di fondi stabiliti in Paesi membri diversi dall'*home country* del gestore, sia la commercializzazione dei fondi medesimi in Stati differenti dallo Stato di origine del FIA, sempre nel rispetto delle procedure di notifica che il GEFIA deve assolvere e che variano a seconda del tipo di attività *cross-border* da compiersi. Nell'ottica di creare un mercato europeo per i GEFIA, tuttavia, il legislatore comunitario non si arresta a disciplinare solo i gestori di matrice comunitaria, volendo ampliare il mercato europeo anche a gestori non UE (v. Considerando nn. 13 e 14, dir. AIFM). Siffatta apertura del mercato europeo avrebbe dovuto essere consentita a seguito della pubblicazione da parte della Commissione di un apposito atto delegato da

dei prodotti, la direttiva non detta disposizioni concernenti le politiche di investimento adottabili o i tipi di attività in cui i veicoli saranno ammessi a investire, né tanto meno si "cura" della natura *closed* o *open-end* dei fondi che risulta essere irrilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni *de quibus*, con la conseguenza di rimettere ai singoli ordinamenti europei l'adozione di eventuali restrizioni che incidano sulla conformazione dei prodotti alternativi[117].

In linea con tale approccio si pone quindi la scelta di arrestare il processo di armonizzazione alla sola commercializzazione nei confronti degli investitori professionali, rimettendo agli Stati membri la facoltà di consentire la commercializzazione anche agli investitori al dettaglio per il tramite della previsione di ulteriori limitazioni normative finalizzate a garantire un più elevato *standard* di sicurezza degli investitori.

Il differente approccio regolamentare seguito dal legislatore della dir. AIFM rispetto al regime adottato nell'assetto UCTIS riguarda non solo il perimetro dell'armonizzazione – che nel primo caso si arresta ai gestori, mentre nel secondo coinvolge anche i prodotti – ma altresì la differente nozione di gestione collettiva che emerge dall'una e dell'altra regolamentazione. Se, infatti, nella dir. UCTIS IV la gestione collettiva comprende – oltre alla gestione degli investimenti – la commercializzazione e l'amministrazione[118],

---

emanarsi entro tre mesi dal ricevimento di una consulenza e di un parere ESMA. Quest'ultima, sulla base delle informazioni ricevute nel corso delle consultazioni, ha, tuttavia, rilevato la complessità dell'analisi, suggerendo un approccio separato per ciascun ordinamento, con priorità per quei Paesi che costituiscono il principale «domicilio» dei GEFIA non UE che operano nell'Unione e dei FIA non UE ivi commercializzati e che tenga conto, tra le altre cose, delle eventuali differenze tra la normativa europea e la normativa estera agli stessi applicabile, del livello di collaborazione offerto dalle competenti autorità estere di vigilanza, ma anche della tutela assicurata dall'ordinamento straniero di riferimento agli investitori e dei rischi concorrenziali e sistemici che l'apertura potrebbe determinare sul mercato europeo; sul punto, v. ESMA, *Advice. ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*, 12 settembre 2016.

[117] Così depone anche il Considerando n. 10, dir. AIFM secondo cui «[..] Sarebbe eccessivo disciplinare la struttura o la composizione dei portafogli dei FIA gestiti da GEFIA a livello di Unione e sarebbe difficile conseguire un'armonizzazione così vasta a causa della grande varietà di tipi di FIA gestiti dai GEFIA. La presente direttiva non osta pertanto a che gli Stati membri adottino o continuino ad applicare disposizioni nazionali in relazione ai FIA stabiliti nel loro territorio [..]». Sulla scorta di ciò, l'art. 2, parag. 2, dir. AIFM, sancisce l'irrilevanza – ai fini dell'applicazione della disciplina ivi contenta – che il FIA sia di tipo aperto o chiuso o che sia costituito in forza del diritto contrattuale, in forma di negozio fiduciario, per legge o che abbia altra forma giuridica, non rilevando nemmeno la struttura giuridica del GEFIA. Seppure in linea di massima sia condivisibile la qualificazione della direttiva in discorso in termini di direttiva "del gestore", non mancano tuttavia disposizioni che, anche solo di riflesso, concernono i prodotti, come si avrà modo di rilevare *infra* in relazione a talune disposizioni della direttiva *de qua* richiamate dalla disciplina degli ELTIF; v. *infra* parte II cap. III, parag. 4.2.1.

[118] V. allegato II, dir, UCTIS IV, che individua, nello specifico, tra le funzioni comprese nell'attività di gestione collettiva di portafogli, oltre alla gestione degli investimenti, alla commercializzazione, altresì l'amministrazione che si sostanzia nell'esercizio di a) servizi legali e contabili relativi alla gestione del

nell'ambito della dir. AIFM il nucleo essenziale dell'attività di gestione di un FIA si restringe a «gestione del portafoglio» e «gestione del rischio» cui possono eventualmente affiancarsi le funzioni supplementari di amministrazione e commercializzazione, con ciò intendendosi che queste ultime possono svolgersi su base transfrontaliera solo in aggiunta al nucleo essenziale di attività gestoria (ovvero, gestione del portafoglio e del rischio)[119]. Ma, al di là dell'indubbia differenziazione riscontrabile tra i due sistemi regolamentari comunitari, v'è che, con l'emanazione della dir. AIFM, si perviene a una definitiva polarizzazione dell'intero panorama degli organismi collettivi del risparmio su due differenti e ben distinte direzioni che permettono una bipartizione degli stessi tra il regime di armonizzazione UCTIS e quello alternativo delineato dalla dir. AIFM, dal che discende una pressoché totale "copertura", da parte della disciplina comunitaria, della materia della gestione collettiva del risparmio.

5. La reazione dell'ordinamento nazionale alla disciplina comunitaria della gestione collettiva del risparmio

Quanto sinora esposto costituisce una – pur sintetica – rappresentazione dell'approccio regolamentare che, nel tempo, ha segnato l'incedere delle istituzioni europee in tema di gestione collettiva del risparmio, i cui riflessi si colgono altresì nell'evoluzione della regolamentazione domestica. Del resto, la dimensione comunitaria della disciplina, ben lungi dal rimanere estranea all'ordinamento domestico, permea lo stesso, imponendo al legislatore nazionale imprescindibili adeguamenti sì da conformare la normativa vigente a quella europea.

V'è però da considerare come l'esigenza di armonizzazione della materia ha seguito – almeno sino alla dir. AIFM – un metodo che non ha del tutto coartato la potestà legislativa del regolatore domestico, come dimostrato dalla scelta della fonte normativa adottata. L'utilizzo della direttiva ha infatti permesso di porre degli obiettivi – pur ambiziosi – di uniformazione della materia nell'intero territorio europeo, lasciando al contempo spazio

fondo; b) servizio di informazione per i clienti; c) valutazione e determinazione del prezzo (anche ai fini delle dichiarazioni fiscali); d) controllo dell'osservanza della normativa applicabile; e) tenuta del registro dei detentori delle quote; f) distribuzione dei proventi; g) emissione e riscatto delle quote; h) regolamento dei contratti (compreso l'invio dei certificati); i) tenuta delle registrazioni contabili.

[119] V. allegato I, dir. AIFM. Ciò risulta confermato altresì dall'art 4, lett. w), dir. AIFM, il quale nel fornire una definizione della locuzione «gestire FIA», rinvia alle funzioni di gestione degli investimenti di cui all'allegato I, punto 1, lettera a) o b).

agli Stati membri in punto di scelta delle modalità di adeguamento dei propri sistemi normativi e, in alcuni casi, anche piena di libertà nella regolamentazione di specifici settori di disciplina[120].

Se già nell'ambito delle novelle riconducibili al modello UCTIS l'ordinamento domestico aveva subìto modificazioni in considerazione dell'esigenza di uniformare le prescrizioni allora vigenti in punto di autorizzazione e commercializzazione di o.i.c.v.m. – ammessi a operare in regime transfrontaliero – con conseguente ridefinizione dell'ambito di vigilanza rimesso alle autorità nazionali competenti, è con il recepimento della dir. AIFM[121] che si evidenzia la più significativa "riorganizzazione" della disciplina nazionale della gestione collettiva del risparmio, stante la portata ampia del processo di armonizzazione con essa avviato.

La prima e la più tangibile novità, introdotta in occasione del recepimento della dir. AIFM, risiede nell'ampliamento del *range* di prodotti attraverso cui può svolgersi l'attività di gestione collettiva del risparmio nel quale si annoverano altresì le SICAF[122], quali OICR statutari connotati da un capitale fisso e, dunque, riconducibili al *genus* dei prodotti *closed* tra i quali – sino alla novella in discorso – erano inclusi solo i veicoli di natura contrattuale[123]. L'introduzione delle SICAF nell'ordinamento italiano si pone sul solco del processo di oggettivizzazione dell'attività di gestione collettiva, giacché dimostra l'irrilevanza della forma giuridica dell'organismo di investimento rispetto alla definizione dell'attività riservata, la quale si distingue per dei tratti morfologici che prescindono dalla fisionomia del prodotto gestito.

Ma, ciò che rileva in modo significativo è la novella della definizione di gestione collettiva del risparmio e di OICR, nonché la semplificazione della definizione stessa di

---

[120] L'approccio suddetto ha nel tempo ceduto il passo in favore di atti dalla portata applicativa "più forte" – come il regolamento europeo – di cui il legislatore comunitario si è servito allorquando ha disciplinato specifiche fattispecie per le quali l'esigenza di uniformità normativa e di vincolatività delle prescrizioni non lasciava spazio all'utilizzo di atti legislativi più "tenui", come la direttiva. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare nel prosieguo della trattazione con riferimento alla fattispecie degli ELTIF (v. *infra* parag. 7, nonché parte II, cap. I, parag. 1).

[121] Ci si riferisce al d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, rubricato "Attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010", emanato in forza della delega legislativa contenuta nella legge di delegazione europea del 2013 (v. art. 12, l. 6 agosto 2013, n. 96).

[122] Anche la definizione di SICAF – al pari di quella di SICAV – si impernia, come noto, su quella di OICR, sulla quale si avrà modo nel prosieguo di soffermarsi.

[123] Sul punto, cfr. IOCCA, *Le società di investimento*, cit., 968 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 224 s.; RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., 381 ss.; SANDRELLI, *op. cit.,* 390; SCHIAVELLO, *La riserva relativa al servizio di gestione collettiva del risparmio e le società di investimento,* in *L'impatto della direttiva AIFM sui gestori dei fondi di* private equity e venture capital *in Italia. Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, 2015, 40 ss.; CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività e alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf*, in *Riv. soc*., 2014, 449 ss.

fondo comune di investimento. In altri termini, l'ampliamento del perimetro di armonizzazione – quasi integrale[124] – ha indotto il legislatore italiano a introdurre, anzitutto, la nozione di o.i.c.v.m. [125] per identificare i prodotti soggetti alla regolamentazione UCTIS, stante l'inidoneità della previgente denominazione «OICR armonizzati» a fungere da qualificazione discretiva dei suddetti prodotti rispetto ai FIA, soggetti anch'essi ad armonizzazione, per lo meno sotto il profilo gestorio.

In tale contesto, assume centralità quindi la nozione di OICR che rappresenta il "punto" di riferimento definitorio sia dell'attività di gestione collettiva del risparmio[126] sia della nozione di fondo comune di investimento, essendo ambedue definite mediante rinvio alla definizione di OICR[127] che ricalca, *in nuce*, quella fornita in ambito comunitario dalla dir. AIFM[128]. Invero, rispetto alla previgente, si offre una definizione che pone l'attenzione sui tratti morfologici della funzione gestoria, sì da "disinnescare" – seppure non del tutto[129] – quel meccanismo di rimandi definitori circolari e autoreferenziali che, come detto[130], avevano caratterizzato l'impianto normativo domestico all'indomani dell'emanazione del t.u.f. Nel novellato quadro normativo, l'attività in questione assume quindi i connotati della gestione di un patrimonio in monte nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi[131], da svolgersi sulla base di una politica cristallizzata e

---

[124] Rileva CIAN, *I Fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2017, I, 296, che la tecnica definitoria seguita dalla dir. AIFM delinea una «zona grigia» occupata da prodotti che non sono riconducibili né agli o.i.c.v.m. né ai FIA poiché difettano dei connotati prescritti per questi ultimi.

[125] Ci si riferisce alle nozioni indicate all'art.1, comma 1, lett. m) e m-*bis*), t.u.f.; sul punto, cfr. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., 361. La nozione di o.i.c.v.m. finisce così per essere retrocessa a *species* dell'unica nozione di OICR; così PAOLUCCI M. G., *op. cit.,* 17.

[126] V. art. 1, comma 1, lett. n), t.u.f., la quale qualifica la gestione collettiva del risparmio in termini di «il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi».

[127] Nel senso che, per un verso, la definizione di gestione rinvia a quella di OICR in termini di oggetto dell'attività *de qua,* per altro verso, con riferimento al fondo comune di investimento, la formulazione *per relationem* è funzionale a identificare quest'ultimo in termini di *species* contrattuale di OICR. Con riferimento a quest'ultimo profilo, v. *infra* parag. 5.1.

[128] Ci si riferisce alla definizione fornita dall'art. 4, parag. 1, lett. a), punto i), dir. AIFM; sul punto, si rinvia a quanto detto *supra sub* parag. 4.1. Con riferimento alle differenze riscontrabili tra la definizione di OICR fornita dalla dir. UCTIS IV e quella fornita dalla dir. AIFM, si rinvia a quanto rilevato da ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 9 ss.

[129] Nel senso che il sistema di definizione circolare permane, seppure la tecnica redazionale sia migliore rispetto alla precedente. Risulta, tuttavia, criticabile la scelta di non muovere direttamente dalla definizione di gestione collettiva del risparmio alla quale poi connettere le restanti nozioni che rappresentano l'oggetto dell'attività in questione; piuttosto, si preferisce prendere le mosse dall'oggetto della gestione che finisce così per determinare il contenuto dell'attività medesima; così anche SANDRELLI, *op. cit.*, 395, rileva come «la legge persista, in realtà, nell'alimentare un meccanismo di definizioni ancora parzialmente irrazionale».

[130] V. *supra* parag. 3.

[131] In ciò risiede altresì il tratto discretivo rispetto alla gestione individuale laddove, in luogo della gestione in monte e su base collettiva, si rinviene un preminente carattere individuale che permette al singolo di impartire istruzioni vincolanti circa le eventuali operazioni da compiere. Sul punto, cfr. RIGHINI, *sub* art.

determinata[132] entro il momento in cui l'investimento diventa vincolante per gli investitori medesimi[133]. Dal che discende l'ulteriore elemento caratterizzante che consiste, per l'appunto, nella «collettività» della gestione, ravvisabile nell'*agere* standardizzato e spersonalizzato in forza del quale l'interesse del singolo non solo non rileva ma viene altresì "assorbito" da quello facente capo alla pluralità dei partecipanti[134] che godranno *pro quota* dei risultati della gestione.

Orbene, siffatti connotati oltre che conferire significato alla fattispecie generale degli OICR contribuiscono, come detto[135], a definire i contorni dell'attività riservata che si risolve, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. n), nella gestione dei predetti organismi e dei relativi rischi, attività che, in ambito domestico, assume una rilevanza a sé stante, rappresentando – congiuntamente a quella gestoria in senso stretto, rispetto alla quale si

32-*quater*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 209 ss.; MANES P., *sub* art. 24, *ivi*, 161 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare,* cit., 163 ss.; COSSU, *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 567 ss.

[132] Invero tale elemento non costituisce un tratto essenziale della definizione di o.i.c.v.m. fornita dalla dir. UCTIS IV, ma è mutuato in ambito domestico dalla disciplina dettata dalla dir. AIFM, divenendo così un elemento che caratterizza qualsivoglia OICR e, dunque, distintivo anche dei prodotti UCTIS *complinace*.

[133] Sul punto, v. ESMA, *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, 13 agosto 2013, 7, secondo cui la politica predeterminata sussisterebbe allorché siano integrate le seguenti condizioni: *i*) è determinata e fissata al più tardi al momento in cui gli impegni degli investitori verso l'organismo diventano vincolanti per loro; *ii*) è sancita in un documento che diventa parte o cui si fa riferimento nelle norme o nei documenti costitutivi dell'organismo; *iii*) è vincolante per il gestore; i*v*) è articolato in una serie di criteri di investimento.

[134] Il riferimento alla «pluralità di investitori» costituisce uno dei *nova* del recepimento della dir. AIFM in luogo della menzione al dato della pubblicità della raccolta che, invece, caratterizza la definizione di o.i.c.v.m. di cui alla dir. UCTIS IV, di cui all'art. 1, parag. 2. Ne discende che, anche a fronte dell'espunzione dalla definizione di SICAV del riferimento testuale alla natura pubblica dell'offerta (elemento che nel sistema previgente assurgeva a tratto caratterizzante, pur difettando un esplicito riferimento allo stesso nella nozione di fondo; cfr. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi,* in *I fondi comuni di investimento*, (a cura di) Jager, Casella, Milano, 1984, 84), non può che ritenersi che il carattere della pubblicità non rappresenti più un elemento costitutivo dell'attività riservata, dal momento che la modalità di raccolta è riferita al dato della «pluralità degli investitori» che potrà dirsi integrato anche solo sul piano sostanziale, ammettendosi ipotesi di partecipazione all'OICR da parte di un solo investitore, purché esso sia portatore di plurimi interessi.

[135] V. *supra*.

pone in termini di complementarità[136] – il contenuto minimo essenziale della gestione collettiva del risparmio[137].

La novella della disciplina in discorso ha indotto altresì il legislatore domestico a una più "precisa" delimitazione della portata della riserva dell'attività di gestione collettiva del risparmio mediante la specificazione, all'art. 32-*quater* t.u.f., del necessario esercizio della stessa «in via professionale», sopendo così taluni dubbi interpretativi sorti in costanza della previgente disciplina[138] e positivizzando, al contempo, il carattere non occasionale e organizzato[139] con cui siffatta attività deve compiersi[140].

---

[136] In altri termini, si tratta – per così dire – di "due facce della stessa medaglia". Così ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 32 ss., il quale rileva come la stretta interconnessione tra i due profili della gestione collettiva comporta che, *in nuce*, l'una non possa "esistere" senza l'altra, «pena lo scolorimento dell'attività di gestione in un fenomeno diverso», come dimostrato altresì dall'art. 6, parag. 5, lett. c), dir. AIFM, il quale esclude che un GEFIA possa essere autorizzato unicamente alla prestazione dell'attività di gestione del rischio. Che la gestione del rischio sia un elemento connaturato alla gestione collettiva del risparmio, lo si desume anche dalla letteratura più risalente, pur con prospettive ermeneutiche differenti rispetto a quelle attuali; sul punto, cfr. ARGENZIANO, *L'investment trust,* cit., 26 ss.; LIBONATI, *op. cit*., 462.

[137] Sotto il profilo qualitativo, il recepimento in ambito nazionale della dir. AIFM, nel ridefinire il contenuto dell'attività riservata, ha avuto altresì l'effetto di superare la possibile dicotomia tra attività di gestione e di promozione – configurabile, come detto, nel sistema previgente – con la conseguenza di rendere inderogabile l'attribuzione di entrambe le funzioni in capo al medesimo gestore, ferma restando l'ammissibilità di ipotesi di esternalizzazioni di funzioni, per il tramite della delega di funzioni, nei limiti indicati dall'art. 33, comma 4, t.u.f. Si precisa, tuttavia, che la delega di gestoria non può finire per "spogliare" il delegante di qualsivoglia funzione (cd. *letter box entity*). In generale, con riferimento al tema dell'esternalizzazione di funzioni nell'esercizio della gestione collettiva del risparmio, si rinvia a PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della* letter box entity*,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, 261 ss.; RIGHINI, *sub* artt. 33, cit., 217; ma anche IOCCA, *Le società di investimento,* cit., 978; nella disciplina previgente, con riferimento alle deleghe gestorie delle SICAV, cfr. PASQUARIELLO F., *Le deleghe di gestione della SICAV – tra codice civile e legge speciale,* in *Contr. impr.*, 2002, 1103 ss.

[138] Sul punto, cfr. CARRIÈRE, *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio,* cit., 1115; ID, *Il problematico inquadramento delle «*investment companies*» nel vigente quadro normativo del mercato finanziario,* in *Riv. soc.,* 2007, 1084 ss.; ID, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., 455, il quale rileva come l'assenza dell'esplicito requisito della professionalità "stonasse" nell'ambito della disciplina previgente.

[139] Così V. BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, titolo I, cap. II, sez. II. Si segnala, tuttavia, come il carattere della professionalità non sia menzionato dalla disciplina comunitaria. Per converso, ESMA, *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, cit., 6, nel riferirsi alla raccolta del capitale, pur qualificando la stessa in termini di attività commerciale, specifica poi che «[..] è irrilevante se: (a) l'attività abbia luogo solo una volta, in diverse occasioni oppure su base regolare [..]», con ciò contraddicendo la stessa qualificazione in termini di commercialità con cui definiva la stessa attività riservata. Sul punto, cfr. BARCELLONA, *op. cit.,* 67.

[140] Invero, sarebbe stato coerente con il novellato impianto definitorio inserire il carattere della professionalità nella stessa nozione di gestione collettiva del risparmio, stante la portata necessaria di siffatto carattere nell'esercizio dell'attività riservata; cfr. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., 455; LENER, PETRONZIO, *op. cit*., 386. Con riferimento all'esclusione dal perimetro della riserva di attività, per difetto del carattere della professionalità nell'esercizio dell'attività in discorso, si rinvia a BARCELLONA, *op. cit.,* 113; SANDRELLI, *op. cit.*, 404 ss.

5.1. – (segue)… e gli effetti sulla disciplina dei fondi comuni di investimento

Come detto[141], l'osservazione diacronica della disciplina domestica del risparmio gestito non può che rilevare un cambio di prospettiva focale che – in conseguenza delle riforme apportate con il recepimento della dir. AIFM – passa dalla centralità della fattispecie dei fondi comuni di investimento a quella generale degli OICR. Infatti, il sistema attuale si connota per un assetto "OICR-centrico" sia sotto il profilo tassonomico sia sotto il versante definitorio.

Con riferimento al primo aspetto, assurgendo la nozione di OICR a categoria generale, l'analisi in chiave tassonomica delle fattispecie non muove più dal fondo comune di investimento[142], ma piuttosto dall'OICR il quale si presta a declinazioni varie, selezionabili sulla scorta di diversi criteri discretivi che vanno dalla fonte normativa[143] alla forma giuridica assunta – contrattuale o statutaria[144] – sino all'assetto organizzativo interno del prodotto[145], *open-end* o *closed*. Già nell'art. 1 t.u.f. è, infatti, rintracciabile un'elencazione che, sulla scorta dei parametri suddetti, classifica le varie fattispecie di OICR rinviando, poi, di volta in volta alle specifiche regolamentazioni per la disciplina di dettaglio, dal che discende non solo una molteplicità di subcategorie di prodotti[146], ma

[141] V. *supra* parag. 5.

[142] Si assiste, invero, a una progressiva "volgarizzazione" della denominazione fondo e ciò ancor più nel contesto europeo, laddove con il termine fondo si identificano in generale gli OICR, non riferendosi in via esclusiva a quelli di matrice contrattuale ma a qualsivoglia tipologia di organismo di investimento. La perdita – per così dire – della capacità distintiva della denominazione altro non è che l'effetto della perdita di centralità della categoria dei fondi comuni di investimento nel contesto nazionale nel quale – con le riforme in ultimo apportate – diviene centrale la nozione generale di OICR.

[143] Ci si riferisce al sistema polarizzato che emerge a seguito dell'emanazione della dir. AIFM e che permette di ripartire i prodotti in questione in due macrocategorie a seconda che siano armonizzati (UCTIS *compliance*) o meno (quindi, FIA). Invero, in quest'ultimo insieme sono distinguibili taluni prodotti specifici, soggetti a regolamentazioni di settore – sui quali si avrà modo di soffermarsi *infra* parag. 7, nonché v. parte II – e classificati nella norma di apertura del t.u.f. (art. 1, lett. m-*septies*, m-*octies*, m.*octies*.1) proprio in ragione della loro fonte normativa, come gli EuVECA, gli EuSEF. gli ELTIF.

[144] La differente forma giuridica ha evidenti ricadute sulla diversa misura del coinvolgimento degli investitori, posto che l'opzione del modello statutario comporta l'attribuzione all'investitore-socio di un diritto di *voice* assembleare tipico del modello societario e di gran lunga più esteso di quanto non competa ai partecipanti dei fondi chiusi, ai sensi dell'art. 37 t.u.f. Sul punto, v. IOCCA, *Le società di investimento,* cit., 988 ss.

[145] Si tratta di una partizione che dipende dal *quando* del riconoscimento del diritto di rimborso, diritto che risulta *ex se* influenzato dalla politica di investimento adottata, come quest'ultima è influenzata dalla politica di rimborso, secondo un rapporto biunivoco. Sul punto, v. ANNUNZIATA, *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 342 ss.

[146] Cfr. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., 361.

altresì una molteplicità di livelli di regolamentazione[147] – comunitaria e nazionale, primaria e secondaria – nella quale non è peregrina la perdita di "orientamento".

Per altro verso, con riguardo al profilo definitorio si assiste a un'evidente astrazione della disciplina resa possibile per il tramite della novellata definizione di OICR che, come detto[148], reca in sé i tratti comuni della disciplina della gestione collettiva del risparmio a prescindere da quale forma essa assuma. Dal che discende una necessaria semplificazione della stessa nozione di fondo comune di investimento che altro non è se non una *species* – contrattuale – di OICR il cui tratto caratterizzante risiede nell'essere un «patrimonio autonomo»[149].

Nell'essenzialità della definizione, ciò che pare degno di nota – oltre al fatto che i connotati del fondo comune sono sintetizzati nel mero riferimento alla categoria dell'OICR[150] – è l'elisione del riferimento che, nella precedente definizione di fondo comune di investimento[151], si faceva alla circostanza che le quote dello stesso fossero di «pertinenza» dei partecipanti[152].

[147] A livello comunitario, infatti, oltre agli atti normativi vincolanti (direttiva e regolamento), vi sono da aggiungere gli atti di *soft law*, quali le linee guida dell'ESMA (sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 14; nonché *infra* parte II, cap. I, parag. 3.1.); mentre, nel contesto nazionale, l'opera di delegificazione della materia ha comportato una disarticolazione della disciplina tra il t.u.f., il decreto ministeriale – cui l'art. 39 t.u.f. rinvia ai fini dell'individuazione dei criteri generali cui gli OICR devono uniformarsi – a cui si aggiunge anche il provvedimento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio. Per un quadro generale delle fonti, cfr. IEZZI, *sub* art. 39, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 275 ss.

[148] Sul punto, si rinvia a quanto esposto *supra sub* parag. 5.

[149] Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. j), il fondo è, infatti, definito in termini di «OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore». Sulla nozione di patrimonio autonomo, cfr., in generale, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale,* Padova, 2001, 291 ss.; con riferimento alla fattispecie in discorso, cfr. DI BRINA, *Separazione patrimoniale e circolazione dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2014, 104 ss.

[150] In ciò si ravvisa un'evidente differenza rispetto alla previgente definizione di fondo, la quale recava in sé i riferimenti alla gestione in monte, alla pluralità di investitori, nonché alla politica di investimento predeterminata (sul punto, si rinvia a quanto esposto *supra* parag. 3).

[151] V. *supra* parag. 3. Sul punto, cfr. LENER, PETRONZIO, *op. cit.,* 403 ss.

[152] L'eliminazione di tale ambiguo dato letterale ha permesso, in parte, di superare quel dibattito – circa la natura dei diritti che insistono sul patrimonio del fondo – che, nella vigenza della precedente formulazione, aveva animato gli interpreti (v. anche *supra* parag. 2). Secondo COSTI, *Il mercato mobiliare,* cit., 211, risulta «superfluo» indagare di «chi sia il fondo», giacché può concepirsi l'ipotesi in cui vi siano dei beni di cui «nessuno possa dirsi proprietario», come peraltro, anzitempo sostenuto, da COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare,* in *Trattato di diritto commerciale*, (diretto da) Cottino, Padova, 2004, 439.

Pur non rispondendo all'adempimento di obblighi comunitari[153], la novella della materia – occasionata dal recepimento della dir. AIFM[154] – diveniva il pretesto per riformulare la nozione di fondo comune di investimento e la sua disciplina primaria, ponendo l'accento sul tratto caratteristico dell'autonomia patrimoniale del fondo – rispetto al patrimonio della SGR e dei partecipanti al fondo medesimo – che veniva altresì corroborata dalla precisazione secondo cui delle obbligazioni contratte per quest'ultimo il gestore risponde «esclusivamente» con il patrimonio del fondo[155]. Invero, la precisazione suddetta mirava a sopire il dibattito rianimato da pronunce della Corte di legittimità[156] che avevano fatto emergere nuovamente il tema del riconoscimento o meno della soggettività giuridica in capo al fondo, propendendo per un'interpretazione negazionista di questa; e ciò pur a

[153] Ciò si pone in linea con l'agnosticismo normativo adottato dal legislatore comunitario in relazione a questione di ordine civilistico che *ex se* riflettono principi ed elaborazioni marcatamente influenzate dalle tradizioni giuridiche domestiche. Sul tema si avrà modo di soffermarsi anche nel prosieguo della trattazione, laddove si prenderanno in esame talune questioni concernenti gli ELTIF, rispetto alle quali il legislatore europeo non prende posizione al precipuo fine di evitare di incidere su qualificazioni civilistiche che riflettono gli specifici inquadramenti nazionali. V. *infra* parte II, cap. III, parag. 5 ss.

[154] Come noto, la norma in discorso, già prima del recepimento della dir. AIFM, era stata oggetto di plurimi interventi di riforma che ne hanno, nel tempo, modificato il tenore rispetto alla versione "originaria". L'art. 36 t.u.f. è stato, infatti, modificato dall'art 10, comma 1, d.lgs. 1 agosto 2003, n. 274, dall'art. 32, comma 1, lett. b), d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, nonché dall'art. 1, comma 4, lett. a), b), c), d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47, cui facevano seguito le modifiche introdotte in occasione del recepimento della dir. AIFM (art. 4, comma 6, d.l.gs. 4 marzo 2014, n. 44).

[155] Ci si riferisce al dettato dell'art. 36 t.u.f.

[156] Questione sollevata nuovamente da Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n.16605, con nota, *inter alia*, di SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm*., 2011, II, 1133 ss.; GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1146 ss.; LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2011, II, 423 ss.; GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2011, II, 432 ss.; PELLEGATTA, *Fondi comuni di investimento e acquisto di immobili: la Cassazione propende per l'intestazione alla società di gestione del risparmio*, in *Foro it*., 2011, I, 1858 ss.; RIZZUTI, *La Cassazione si pronuncia sulla soggettività giuridica dei fondi comuni di investimento (Nota a Cass. sez. I civ. 15 luglio 2010, n. 16605),* in *Giur. it*, 2011, 1550 ss.; SCHIAVELLO, *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione,* in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2011, 111 ss.; SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?,* in *Società*, 2011, 1058 ss.; LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma,* in *Contr. impr*., 2011, 27 ss.; FANTETTI, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento,* in *Resp. civ*., 2011, 127 ss.; BOGGIO, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili,* in *Giur. it*., 2011, 333 ss.; FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la «natura giuridica» dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.,* 2012, 751; CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. civ*., 2012, 219 ss. Sullo stesso solco della pronuncia suddetta si pongono anche Cass. civ., sez. VI, 20 maggio 2013, n. 12187, con nota di TERLIZZI, *I fondi comuni d'investimento non hanno autonoma soggettività giuridica,* in *Diritto e giust*., 2013, 681 ss.; nonché Cass. civ., sez. I, 8 agosto 2019, n. 12062, con nota di PUPO, *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica,* in *Giur. comm*., 2021, II, 553 ss.; D'AIELLO, *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2020, II, 733; *contra* Trib. Milano, sez. spec. impresa, 10 giugno 2016, n.7232, con nota di BASILE, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc*., 2017, 1 ss.; cfr. anche DE LUCA, *Società di Gestione del Risparmio e fondi comuni: appunti sulla legittimazione processuale,* in *Riv. dir. process*., 2020, 1049 ss.; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 129 ss.

fronte di un dato normativo che, dal fermo riconoscimento dell'autonomia patrimoniale, avrebbe dovuto indurre a qualificare il fondo in termini – per lo meno – di autonomo centro di imputazione di interessi[157].

Ora, la portata tutta domestica dei controversi inquadramenti dogmatici perde – secondo chi scrive – tutta la sua centralità, allorché la disciplina in questione la si osserva dalla prospettiva del "grandangolo": in altri termini, l'astrazione normativa in favore della categoria dell'OICR se, per un verso, ha agevolato – sia a livello domestico sia in ambito comunitario – il processo di tipizzazione e parcellizzazione della materia[158], per altro verso, dovrebbe indurre a un definitivo superamento di questioni esegetiche di matrice nazionale[159] che, oltre ad avere un risvolto pratico residuale, paiono del tutto irrilevanti nel contesto europeo manifestamente agnostico e disinteressato a inquadramenti dogmatici specifici.

6. Un rapido "sguardo" ad alcune esperienze giuridiche straniere: cenni alla disciplina della gestione collettiva del risparmio in Francia, Germania e Lussemburgo

Come sopra rilevato[160], le esperienze giuridiche di taluni ordinamenti dell'Europa continentale si mostravano *ab origine* più "moderne" rispetto a quella maturata nel contesto domestico, avendo siffatte regolamentazioni – concernenti la gestione collettiva del risparmio, nella sua declinazione sia contrattuale sia statutaria – radici ben più lontane nel tempo.

Ricondurre a sintesi le tradizioni normative di diversi ordinamenti europei è, di certo, complesso, come altrettanto è l'opera di comparazione tra di essi anche a fronte

[157] Non va sottaciuto, infatti, che mentre Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n.16605, cit., era stata resa in un contesto normativo differente rispetto a quello vigente – nel quale il dato letterale poteva anche giustificare l'arresto reso dal Supremo Collegio – le successive pronunce del 2013 e del 2019 (Cass. civ., sez. VI, 20 maggio 2013, n. 12187, cit., e Cass. civ., sez. I, 8 agosto 2019, n. 12062, cit.) si innestavano in un quadro disciplinare ben diverso, alla luce del quale si sarebbe atteso un *revirement* giurisprudenziale allo stato non ancora avvenuto; sul punto, cfr. FABIANI, *Il fondo di investimento come protagonista dei concordati,* in *Giur. comm*., 2020, I, 909.

[158] E ciò vale sia in ambito domestico sia nel contesto comunitario sul qual si avrà modo di soffermarsi nel prosieguo. V. *infra* parag. 7.

[159] Sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 135, il quale icasticamente rileva come «il "*totem*" della soggettività giuridica [..] si rileva essere un idolo di cartapesta [..]».

[160] V. *supra* parag. 2.

dell'emanazione di atti legislativi comunitari – cui sopra si è fatto cenno[161] – che hanno permesso, in una qualche misura, un costante, seppur parziale, processo di avvicinamento delle discipline nazionali europee[162]. In questa sede, ben lungi dal fornire un quadro completo ed esaustivo delle regolamentazioni d'oltralpe, ci si intende quindi solo soffermare – *in limine* e per quanto rileva ai fini della presente trattazione[163] – su taluni modelli regolamentari altri da quello nazionale[164].

In questa ottica, una seppur rapida indagine delle esperienze giuridiche estranee a quella nazionale non può non prendere le mosse dalla legislazione francese che, insieme a quella tedesca, rappresenta uno dei primi ordinamenti dell'Europa continentale a regolamentare la materia della gestione collettiva del risparmio[165]. Sotto il profilo classificatorio, non sono ravvisabili significative differenze rispetto alla tradizionale partizione tra organismi contrattuali e statutari, diversamente articolabili a seconda che possano ricondursi al modello chiuso o aperto[166]. In tale contesto, il recepimento della dir. AIFM è stato occasione per un significativo aggiornamento della disciplina, con l'introduzione anzitutto della categoria dei cd. *autres Fonds d'investissement alternatifs* cui possono ricondursi fondi che, nell'originario assetto, erano esenti dalla vigilanza della cd. *Autorité des marchés financiers*[167]. Si tratta di una categoria aperta che, laddove integri connotati

[161] Ci si riferisce all'opera armonizzatrice compiuta, in via sempre più preponderante, dalle varie direttive UCTIS, nonché dalla dir. AIFM, sulle quali si è avuto modo di soffermarsi *supra* parag. 4 e 4.1.

[162] Al di là dei profili sottoposti ad armonizzazione, gli impianti normativi dei diversi ordinamenti europei rimangono ancorati alle tradizioni giuridiche nazionali, sia sotto il profilo operativo, sia sotto il profilo dogmatico. In ciò risiede anche la maggiore criticità dell'analisi comparatistica; sul punto, cfr. BRESCIA MORRA, FURGIUELE, SPÖGLER, *Un'analisi comparata delle regole dei principali paesi europei in materia di fondi comuni di investimento,* in *La regolamentazione dei fondi comuni di investimento: una analisi comparata*, (a cura di) Di Giorgio, Stella Richter, in *I Quaderni di Minerva Bancaria*, 2014, 99 ss.

[163] Per questioni di logica espositiva e non solo, in questa sede ci si limiterà soltanto a talune – si è consci – rapide osservazioni concernenti una selezione assai esigua di esperienze straniere in materia di gestione collettiva del risparmio, pur consapevoli dell'apporto rilevante che l'analisi comparatistica può fornire. Sulla scorta di ciò, ci si riserva di compiere, nel prosieguo del percorso di ricerca intrapreso, un più puntuale approfondimento di taluni sistemi giuridici alieni, nell'auspicio che in essi possano rintracciarsi – almeno in ottica *de iure condendo* – spunti per una ricostruzione sistematica della materia.

[164] L'idea di porre l'attenzione sulle scelte regolamentari operate dalla Francia, dalle Germania e dal Lussemburgo, dipende – nel primo e nel secondo caso – dalla circostanza che esse costituiscono tra i primi e più significativi prototipi normativi della materia, degni di nota anche per le scelte di merito operate, mentre, nel caso dell'ordinamento lussemburghese, i cenni che nel prosieguo si faranno alla sua disciplina si giustificano in ragione della rilevanza che tale mercato del risparmio gestito ricopre tra i Paesi dell'Europa continentale.

[165] Come sopra rilevato (v. *supra* parag. 2), la prima positivizzazione della disciplina è intervenuta con l'*Ordonnance* n°45-2710 del 2 novembre 1945 relativa alle società di investimento, cui hanno fatto seguito, poi, i decreti relativi alla regolamentazione delle società a capitale variabile e dei fondi d'investimento. Sul punto, cfr. LIBONATI, *op. cit.,* 660 ss.

[166] Sul punto, cfr. BONNEAU, DRUMMOND, *Droit des marches financiers*, Parigi, 2005, 141 ss.

[167] Si tratta di un'autorità pubblica indipendente, responsabile della tutela del risparmio investito in prodotti finanziari, dell'informazione adeguata degli investitori e della vigilanza sull'ordinato funzionamento dei mercati (v. *amf-france.org*).

dettati dalla dir. AIFM o dalla normativa francese, sarà soggetta al controllo dell'autorità di vigilanza suddetta, senza che tuttavia ciò comporti la necessità di conformarsi a un modello legale statutario o contrattuale, potendo per converso mantenere la forma giuridica originariamente assunta. La libertà di forma che il legislatore francese persegue – in relazione ai cd. *autres Fonds d'investissement alternatif* – si pone in piena coerenza con l'impianto regolamentare derivante dalla dir. AIFM, stante la previsione di un regime armonizzato che si arresta ai soli profili gestori, senza coinvolgere – se non indirettamente – i prodotti[168].

Ma, al di là delle modificazioni occasionate dal recepimento della dir. AIFM, con la legge 2015-990 del 6 agosto 2015, il legislatore francese ha ampliato ulteriormente il novero degli OICR francesi, introducendo la cd. *société de libre partenariat* (SLP) sulla scorta del modello angloamericano della *partnership*. Si tratta di un veicolo – principalmente operante nel settore del *private equity* – concepito per rispondere alle principali esigenze degli investitori esteri, in quanto consente regole operative simili a quelle applicate in altri Paesi europei ed è, al contempo, dotato di personalità giuridica[169]. L'idea sottesa a siffatto intervento normativo è stata quella di rendere la disciplina francese in materia più competitiva e "attrattiva" rispetto ad altri ordinamenti limitrofi, pur conformando un veicolo che, sotto il profilo regolamentare, non pare – almeno a prima vista – agevole, stante l'assoggettamento a diversi *corpus* normativi[170].

Rispetto al sistema francese, invece, nell'ordinamento tedesco[171] le peculiarità degne di nota attengono per lo più alla declinazione del tipo contrattuale di OICR[172] il quale può assumere sia un modello che si impernia sulla proprietà fiduciaria (*treuhandlösung*), sia

[168] Sul punto, si rinvia a quanto osservato *supra sub* parag. 4.1.

[169] Per ragioni di logica espositiva e non solo, non ci si soffermerà *funditus* sulla disciplina delle cd. SLP, né sulle questioni esegetiche oggetto di dibattito tra gli interpreti, limitandosi in questa sede a un rinvio, *inter alia*, a RIASSETTO, *Le société de libre partenariat, un nouveau fonds d'investissement professionnel dans le paysage de la gestion collective française*, in *Bull. Joly Bourse*, 2015, 10, 445 ss.; STORCK, *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI,* in *RTDCom*., 2015, 549 ss.

[170] Cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 85.

[171] L'affermazione della fattispecie ha origini più risalenti rispetto all'ordinamento italiano, essendosi imposta nella prassi prima ancora che si pervenisse a una regolamentazione *ad hoc* del fenomeno. Sul punto, cfr. LIBONATI, *op. cit*., 639.

[172] Rimane fermo che, anche in Germania, è possibile fruire dello schema statutario di OICR, declinabile sempre, a seconda dei casi, in chiuso o aperto. Entrambi i modelli – riconducibili alle SICAF e SICAV italiane – possono, a loro volta, seguire sia la conformazione di *default* – di società per azioni (*aktiengesellschaft*) – oppure quella di società in accomandita per investimenti (*investmentkommanditgesellschaft*) alla quale sono ammessi a partecipare solo investitori professionali e semi-professionali.

uno che vede la proprietà del fondo attribuita agli investitori in regime di comproprietà (*miteigentumslösung*).

Nel primo caso, sulla falsariga del *trust* inglese, la titolarità del patrimonio raccolto e segregato spetta al gestore il quale dispone di specifici doveri e poteri fiduciari che, in qualche misura, rievocano quelli che competono – nel modello inglese – al *trustee*, fermo restando che, anche in questa ipotesi, la custodia spetta al depositario, secondo il noto schema trilaterale. Tale trilateralità sussiste anche nel diverso caso in cui il fondo sia costituito secondo il modello cd. *miteigentumslösung*, con la differenza che, in siffatta ipotesi, la proprietà del patrimonio del fondo è attribuita in regime di comproprietà agli investitori, pur spettando al gestore il compito di compiere tutte le operazioni necessarie alla gestione del medesimo[173]. Tuttavia, il primo modello, in ragione della sua duttilità, scaturente dal modello della proprietà fiduciaria – cui si ispira – ha riscosso un maggior successo, poiché consente un'operatività più agevole rispetto al cd. *miteigentumslösung*, il quale sconta i limiti e le rigidità proprie dello schema della comunione[174].

Parimenti, il regime della comproprietà è riprodotto nell'ordinamento lussemburghese con riferimento agli OICR di natura contrattuale rispetto ai quali si ritiene che il patrimonio segregato sia nella titolarità indivisa dei partecipanti ai quali però è sottratta la gestione del fondo, in quanto essa compete alla società di gestione, a cui si aggiunge una terza figura in veste di depositario[175]. Invero, in questo caso, pare che il riconoscimento ai partecipanti di un diritto di comproprietà sul patrimonio si risolva, in concreto, in un'affermazione di principio più che in uno *status* effettivo assimilabile *in toto* al regime della comunione civilistica, posto che diverse norme dettate in relazione al regime in questione non trovano poi diretta applicazione con riferimento alla

---

[173] Per una differenza tra i due modelli cfr. ROUNDS, DEHIO, *Publicly-traded open end mutual funds in common law and civil law jurisdictions: a comparison of legal structures,* in *NYU Journal of Law & Business*, 2007, vol. 3, 496 ss., secondo cui «*Recall also that there is a fundamental principle of German property law that every property right at any given time must have an identifiable owner. In keeping with this principle, § 30 I of the Investmentgesetz, provides that in the case of the Treuhandlosung (the trust-like approach), title to the underlying assets is in the KAG, which is only in a contractual relationship with the fund investors. In the case of the Miteigentumslosung, the investors collectively have the legal title, with the KAG acting contractually as their investment agent*».

[174] Sul punto, cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 91.

[175] Diversamente dall'ordinamento tedesco, non si configurano ipotesi di fondi la cui titolarità è attribuita – secondo la configurazione della proprietà fiduciaria – al gestore. ROUNDS, DEHIO, *op. cit*., 490, nella comparazione con il sistema tedesco, rilevano che «*under Luxembourg law as well, title to property generally cannot be in limbo. Luxembourg, however, does not appear to have a Sondervermogen jurisprudence, at least not one as developed as Germany's. This probably accounts for why Luxembourg effects asset shielding for her mutual funds by having a special purpose corporation, a SICAV or a SICAF, or the investors themselves take the legal title; and why Luxembourg does not afford her mutual fund sponsors a Treuhand or trust structuring option*».

fattispecie[176], stante la necessità di adeguare le stesse alla concreta operatività del prodotto.

Su tale modello consolidato – cui si aggiunge altresì la possibilità di istituire OICR in forma statutaria[177] – pare rilevante segnalare l'intervento riformatore compiuto dal legislatore lussemburghese in conseguenza del recepimento della dir. AIFM. Quest'ultimo, infatti, mosso da esigenze di maggiore attrattività dei prodotti, ha ammesso l'istituzione di veicoli sottratti alla vigilanza dell'autorità nazionale – purché destinati a investitori professionali – allorché essi siano gestiti da soggetti autorizzati sulla scorta dell'*iter* prescritto dalla dir. AIFM, senza che tale esenzione comporti un'alterazione degli *standard* di vigilanza comunitari[178]. Si tratta di prodotti che possono assumere tanto la veste contrattuale quanto quella societaria e la cui differenziazione risiede, *in nuce*, nella maggiore agilità del prodotto finalizzato a costituire una "valida" alternativa ai modelli *partnership* angloamericani.

Pur nella parziarietà delle osservazioni sopra svolte – le quali non possono dirsi rappresentative dell'intero assetto regolamentare europeo – emerge, in linea di massima, un allineamento degli ordinamenti nazionali sotto il profilo tassonomico, allineamento che, peraltro, sussiste altresì rispetto alla regolamentazione domestica. Tuttavia, non può sottacersi come ciascuno di essi abbia maturato nel tempo configurazioni giuridiche a sé stanti, mantenendo altresì marcata la vocazione alla differenziazione dei prodotti. In tale contesto, la disciplina comunitaria deve assurgere a necessaria sintesi delle plurime istanze, quale presupposto indefettibile allorché si voglia concretamente perseguire l'obiettivo dell'unione dei mercati di capitali. Sulla scorta di ciò si pone – se pur non in modo sufficiente alla realizzazione dello scopo – la dir. AIFM alla quale deve, per lo meno, riconoscersi un indubbio merito di sistematizzazione – seppure sotto il solo profilo gestorio – della "multietnica" materia del risparmio gestito nel mercato europeo.

[176] Come pare confermato dallo stesso tenore dell'art. 11, l. 17 dicembre 2010, laddove prevede che i partecipanti e i loro creditori non possono chiedere la partizione o lo scioglimento del fondo comune di investimento.

[177] Sul punto, cfr. ROUNDS, DEHIO, *op. cit*., 501 s.

[178] Secondo ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 79, si tratta di una previsione che non contrasta con il modello regolamentare fornito dalla direttiva suddetta la quale profila un regime di armonizzazione solo con riguardo al gestore.

7. Un percorso di armonizzazione *in fieri*: da un approccio archetipico a uno tipizzato

Alla luce di quanto sinora esposto, pare possa sostenersi sostenere che il merito da attribuirsi in generale alla dir. AIFM sia quello di aver definito un archetipo normativo. Ciò si è tradotto, sul piano comunitario, nell'introduzione della categoria generale dei cd. FIA[179] che, pur non essendo disciplinati direttamente, convogliano sotto il loro *genus* la totalità dei prodotti estranei alla disciplina UCTIS[180]; al contempo, nel contesto nazionale, il recepimento della dir. AIFM ha permesso altresì la definizione di un archetipo che si sostanzia nella nozione unitaria di OICR intorno alla quale – come detto[181] – ruota l'intera disciplina della gestione collettiva del risparmio, sia con riferimento agli aspetti che concernono l'attività gestoria, sia con riguardo alle fattispecie concrete in cui l'OICR può declinarsi.

L'eterogeneità dei prodotti operanti sul mercato se, per un verso, ha indotto il legislatore europeo ad arrestare l'opera di armonizzazione ai "soli" profili gestori dei FIA[182], per altro verso, non ha impedito al medesimo regolatore di formulare norme unitarie concernenti taluni organismi, operanti in ambito europeo, "specializzati" in determinati settori. Rispetto a questi ultimi il baricentro del processo di armonizzazione si sposta in modo perspicuo sul versante comunitario, nel senso che l'obiettivo perseguito non risiede più nel raggiungimento di un grado di armonizzazione minima ma massima, come dimostrato dal ricorso allo strumento normativo del regolamento europeo[183]. In altri termini, individuati i settori dell'economia in cui si rende necessaria un'accelerazione del processo uniformante, il regolatore si spinge a dettare disposizioni direttamente applicabili e cogenti per gli Stati membri ai quali non è lasciato alcun margine di intervento, se non negli spazi che residuano dalla disciplina comunitaria[184].

---

[179] Si segnala sin d'ora che, pur riferendosi la direttiva in discorso ai fondi alternativi, non v'è dubbio che essa riguardi anche gli OICR in forma statutaria e non solo i "fondi" – ovvero gli organismi di matrice contrattuale – stante l'irrilevanza della forma giuridica degli stessi. Ciò vale altresì anche per il prosieguo della trattazione, laddove nell'indagare la neo-fattispecie (ELTIF), ci si riferirà talvolta agli stessi in termini di fondi, pur consci che questi possono anche essere istituiti sotto le vesti di SICAF. V. *infra* parte II.

[180] Sul punto, si rinvia a quanto esposto *supra sub* parag. 4.1.

[181] V. *supra* parag. 5.

[182] V. Considerando n. 10, dir. AIFM.

[183] Cfr. MOLONEY, *op. cit.,* 314, secondo cui «*the commission has highlighted that the regulation in designed to promote a nascent sector and to provide it with a distinct profile, and to establish the major regulatory parameters before differences in regulatory culture take hold*». Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare nel prosieguo della trattazione anche rispetto alle diverse basi giuridiche invocate nei regolamenti e nelle direttive (v. *infra* parte II, cap. I, parag. 1).

[184] E ciò in forza del principio dell'autonomia procedurale sul quale si avrà modo – seppur brevemente e per quanto rileva ai fini della presente trattazione – di soffermarsi nel prosieguo (v. *infra* parte II, cap. III, parag. 5.1).

Siffatto approccio prende le mosse – a ben poca distanza dall'emanazione della dir. AIFM – con i reg. EuVECA ed EuSEF e prosegue – se pur con talune differenze rispetto a questi ultimi – con gli ELTIF, dando così l'abbrivio alla gemmazione nel mercato di prodotti europei, riconducibili all'archetipo FIA ma tipizzati sotto taluni rilevanti aspetti.

Invero, con i reg. EuVECA ed EuSEF si rileva, rispetto alla dir. AIFM, un cambio di approccio che non risiede solo nella diversità della fonte adottata (il regolamento europeo in luogo della direttiva), ma altresì nella differente tecnica normativa seguita, nel senso che con riguardo ai primi si conferisce alle disposizioni regolamentari un'attitudine discretiva di selezione delle fattispecie che, per converso, difetta nel contesto della dir. AIFM[185]. In altri termini, le due discipline (EuSEF ed EuVECA) dettano delle disposizioni di natura conformativa, prescrivendo delle specifiche condizioni cui i prodotti dovranno attenersi allorché vogliano fregiarsi del *nomen iuris* in questione e, di conseguenza, beneficiare di un determinato trattamento[186].

Le due diverse sottocategorie di FIA differiscono in concreto solo sotto il profilo della diversa destinazione del capitale raccolto tra gli investitori, essendo per il resto destinatarie di una regolamentazione pressoché coincidente[187]: come, infatti, agilmente desumibile dalla denominazione, gli EuVECA si caratterizzano per investimenti – in via preponderante[188] – in strumenti di *equity* o similari emessi da piccole e medie imprese non quotate[189], mentre gli EuSEF si connotano per impiegare la (maggior parte) del capitale in investimenti in favore dell'imprenditoria sociale[190].

Tuttavia, seppure le premesse sottese all'emanazione dei regolamenti in discorso[191] sembrano deporre nel senso di prescrivere un grado di armonizzazione più ampio rispetto

---

[185] Invero, tali osservazioni possono valere altresì rispetto alla fattispecie degli ELTIF su cui si avrà modo di soffermarsi nel prosieguo della trattazione (v. *infra* parte II, cap. I, parag. 4 ss., nonché, più diffusamente, *sub* cap. II).

[186] Ciò si pone in linea con il conclamato carattere promozionale dei regolamenti in questione che, invero, mirano a incentivare e convogliare gli investimenti nei settori in questione (*venture capital* e imprenditoria sociale), definendo delle regole armonizzate che favoriscano la commerciabilità transfrontaliera di simili prodotti. Cfr. CIAN, *op. cit.,* 300.

[187] Trattandosi di due regolamenti gemelli, le considerazioni che si svolgeranno nel prosieguo varranno per entrambe le fattispecie, dal che discende, quindi, la scelta di riferirsi agli stessi congiuntamente.

[188] I reg. EuVECA ed EuSEF impongono l'investimento in attività ammissibili – ciascuno per il proprio *range* di selezione di attività – nella misura del 70% del loro capitale, essendo ammesso l'investimento del residuo in altre attività (diverse da quelle di investimento ammissibile). V. art. 3, lett. b), reg. EuVECA ed EuSEF.

[189] Sul punto, si rinvia all'art. 3, lett. d) ed e), reg. EuVECA, per le specificazioni relative alla selezione degli investimenti ammissibili e delle imprese di portafoglio ammissibile nelle quali il fondo in questione è ammesso a investire.

[190] Espressione sintetica con la quale si indica le imprese che mirano al raggiungimento di impatti sociale rilevabili e, nello specifico, in possesso dei requisiti indicati all'art.3, lett. d), reg. EuSEF; mentre, con riferimento agli investimenti ammissibili, si rinvia alle prescrizioni contenute all'art. 3, lett. e), reg. EuSEF.

[191] V. Considerando n. 1 e 4, reg. EuSEF e Considerando n. 1, reg. EuVECA.

alla dir. AIFM – stante la specificità dei prodotti in questione – l'analisi delle disposizioni regolamentari tradisce in parte gli intenti *de quibus*, giacché la maggior parte delle previsioni riguarda l'attività e gli obblighi gravanti sul gestore che intenda commercializzare FIA sotto la denominazione EuSEF o EuVECA[192].

In altri termini, le disposizioni concernenti i prodotti si limitano a definire le politiche di investimento adottabili[193] e a disciplinare la commerciabilità degli stessi che si "apre" a una platea di soggetti più ampia[194] rispetto a quella ammessa in via generale dalla dir. AIFM[195]. La restante parte della regolamentazione permane sul solco tracciato da quest'ultima, concentrandosi su questioni concernenti gli oneri del gestore e l'*iter* che questo deve seguire ai fini della commerciabilità *cross-border* degli organismi, cui fa da *pendant* un'ampia sezione di disposizioni concernenti la ripartizione di competenze, in tema di vigilanza, tra autorità nazionali dell'*home country*, dell'*host country* e autorità europea a ciò preposta[196].

Invero, la circostanza che tali prodotti siano gestiti da GEFIA cd. sottosoglia[197] – e, dunque, *ex se* esclusi dalla regolamentazione della dir. AIFM – comporta che il regime del passaporto europeo finisca per operare solo con riferimento alla commerciabilità dei prodotti[198] e non già alle condizioni per l'istituzione degli stessi. In altri termini, le

---

[192] Difettano, invero, disposizioni concernenti l'autorizzazione all'istituzione dei prodotti in questione, nonché altre riferibili alle modalità di rimborso dei partecipanti o alla liquidazione delle attività dei fondi, riscontrabili, per converso, nella regolamentazione degli ELTIF (su cui v. *infra* parte II, rispettivamente, cap. I, parag. 2 ss., cap. II, parag. 4 ss., cap. III, parag. 2) per i quali è definita una disciplina del prodotto più articolata e completa rispetto a quella riscontrabile nei reg. EuVECA ed EuSEF.

[193] V. art. 3 reg. EuVECA ed EuSEF (sul punto, cfr. BARATTELLI, *op. cit.,* 30), cui si aggiungono le prescrizioni concernenti i limiti al ricorso alla leva finanziaria *ex* art. 5, parag. 2 e 3, reg. EuVECA ed EuSEF (cfr. MOLONEY, *op. cit.,* 313).

[194] V. artt. 6 reg. EuVECA ed EuSEF. Siffatti prodotti sono, infatti, commerciabili sia in favore di investitori professionali, sia nei riguardi di altri investitori (in altri termini, investitori *retail*) che siano disposti, tuttavia, a investire importi rilevati (pari almeno a cento mila euro). Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra*, laddove nell'esaminare il profilo di commerciabilità degli ELTIF ci si soffermerà – seppure *in limine* – sulla disciplina dettata dai reg. EuVECA ed EuSEF (v. *infra* parte II, cap. II, parag. 2 ss.). Cfr. BARATTELLI, *op. cit.,* 29 s.

[195] L'armonizzazione perseguita dalla dir. AIFM si arresta, come detto (v. *supra* parag. 4), alla commerciabilità dei FIA nei riguardi degli investitori professionali, rimettendo ai singoli Stati membri la facoltà di "aprire" o meno anche alla commerciabilità dei prodotti in questione al mercato *retail*; facoltà di cui l'ordinamento domestico si è avvalso, dettando una disciplina *ad hoc* all'art. 44 t.u.f., che prescrive un regime più rigido in punto di informazione e tutela degli investitori in questione. Sul punto, v. *infra* parte II, cap. II, parag. 2.2. ss.

[196] Ci si riferisce alle prescrizioni dettate dagli artt. 14 ss., reg. EuVECA e, parimenti, dagli artt. 15 ss., reg. EuSEF. Rispetto all'articolazione della vigilanza nell'operatività transfrontaliera si avrà modo di soffermarsi *infra* seppure con riguardo agli ELTIF (v. *infra* parte II, cap. I, parag. 3 ss.).

[197] Si tratta di una condizione per l'applicazione dei reg. EuVECA ed EuSEF (v. art. 2, parag. 1, lett. a).

[198] Come emerge *claris verbis* dallo stesso art. 1 dei reg. EuVECA ed EuSEF, laddove si prevede che essi stabiliscono «requisiti e condizioni uniformi per i gestori di organismi di investimento collettivo che intendono utilizzare la denominazione «EuSEF» in relazione alla commercializzazione di fondi qualificati

disposizioni regolamentari definiscono le condizioni affinché un prodotto atipico possa tipizzarsi sotto la denominazione EuVECA ed EuSEF e, in forza di ciò, essere ammesso alla commercializzazione *cross-border*, senza che, tuttavia, ciò si traduca nell'introduzione di un regime di piena e completa armonizzazione.

Ora, l'esigenza "promozionale" perseguita – protesa a incentivare gli investimenti nei settori in questione – trova un limite nell'elevata soglia dell'*entry ticket* per la collocazione presso gli investitori al dettaglio e nell'incompiuto processo di armonizzazione che finisce, *in nuce*, per tipizzare un prodotto atipico ma solo con riferimento alla commercializzazione intracomunitaria.

Invero, il percorso di tipizzazione delle fattispecie – intrapreso con il reg. EuVECA ed EuSEF – trova, forse, un suo primo significativo riconoscimento con la disciplina degli ELTIF[199] che costituisce – pur con i limiti e le contraddizioni che nel prosieguo si avrà modo di rilevare[200] – un "tassello" rilevante nel percorso di costruzione del mercato unico dei capitali.

per l'imprenditoria sociale nell'Unione, contribuendo così al corretto funzionamento del mercato interno» e, nello stesso senso è previsto con riferimento agli EuVECA, con ciò delimitando il processo di armonizzazione ai soli profili che concernono la commercializzazione.

[199] Pur rinviando al prosieguo della trattazione la più approfondita indagine della fattispecie in discorso, si intende, solo rilevare come il percorso regolamentare intrapreso dalle istituzioni europee con l'introduzione degli ELTIF presenti dei punti di contatto – almeno con riferimento agli obiettivi perseguiti – rispetto a prodotti riconducibili a taluni ordinamenti stranieri. Nello specifico, ci si riferisce agli organismi di investimento irlandesi (*Loan originating Qualifying Investor Alternative Investment Fund*s) che, pur riconducibili al novero dei prodotti alternativi – e, quindi, sottoposti alla disciplina dettata dalla dir. AIFM – sono stati introdotti nel 2015 al precipuo fine di fornire fonti di finanziamento alternative all'economia reale europea e, al contempo, di ridurre la concentrazione del rischio di credito all'interno del settore bancario europeo. Pur perseguendo encomiabili scopi, i connotati rigidi della regolamentazione – specie in punto di diversificazione del portafoglio – hanno finito per gravare la fattispecie dell'assolvimento di oneri aggiuntivi ulteriori rispetto al quadro armonizzato europeo, con ciò ostacolando la diffusione dei prodotti in questione; cfr. CAVALLO, *I nuovi fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF),* in *Dir. banc.,* giugno 2015, 10. Con riferimento ai *Loan originating Qualifying Investor Alternative Investment Fund*s, ci si limita – almeno in questa sede, per questioni di logica espositiva e non solo – a rinviare a BATES, *Loan Origination QIAIFs – Central Bank Consults*, 2014; CLARKE, WHITE, *Regulation of AIFMs and AIFs in Ireland,* in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, 2020, 911 ss.

[200] V. *infra* parte II.

PARTE SECONDA
CAPITOLO PRIMO

I TRATTI FISIOGNOMICI DEI FONDI DI INVESTIMENTO EUROPEI A LUNGO TERMINE

SOMMARIO: 1. La *ratio* della novella. – 2. L'autorizzazione dell'ELTIF: il passaporto europeo. – 2.1. Il procedimento autorizzativo. – 2.1.2 (segue)…dell'ELTIF autogestito. – 2.2. La chiusura del procedimento autorizzativo. – 3. I meccanismi di vigilanza. – 3.1. La dimensione verticale della funzione di vigilanza: il ruolo apicale dell'ESMA. – 3.2. La dimensione orizzontale della funzione di vigilanza: i poteri delle autorità nazionali. – 3.2.1. (segue)… l'adeguamento dell'ordinamento nazionale. – 3.3. …un quadro *in fieri*?. – 4. Gli investimenti "vincolati" dell'ELTIF: *ratio legis*. – 4.1. La natura *eligible* degli investimenti. – 4.2. La composizione del portafoglio dell'ELTIF. – 5. La tassonomia dell'ELTIF: prime riflessioni.

1. La *ratio* della novella

Come si è avuto modo di rilevare in precedenza[201], l'*iter* di regolamentazione della fattispecie dei fondi di investimento è stato piuttosto lungo e complesso, sia in ambito domestico, sia in ambito europeo. In particolare, sul piano legislativo comunitario, dalla metà degli anni Ottanta del secolo scorso – e, nello specifico, dall'emanazione della prima dir. UCITS[202] – molteplici sono stati gli atti legislativi profusi dal regolatore europeo in materia di gestione collettiva del risparmio, col precipuo fine di – o, per lo meno, nel tentativo di – realizzare la cd. *Capital Markets Union* (nel prosieguo anche "CMU")[203].

[201] V. *supra* parte I cap. I, parag. 2, con riferimento alla disciplina domestica, e *sub* parag. 4 e 4.1., con riguardo alla regolamentazione comunitaria.
[202] Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.
[203] In data 17 luglio 2019, nel discorso di apertura alla seduta plenaria del Parlamento europeo, il Presidente della Commissione, Ursula Von Der Leyen, dichiarava «è ora di portare a compimento l'Unione dei mercati dei capitali. Le nostre PMI lo meritano», con ciò riportando il *focus* dell'operato delle istituzioni europee verso la realizzazione di tale progetto, avviata già nel 2015. Sul punto, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 18 febbraio 2015; PARLAMENTO EUROPEO, *Costruire un'unione dei mercati dei capitali. Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali» (2015/2634(RSP)*, il quale individuava tre direttici da seguire al fine di realizzare, seppure con approccio graduale, l'Unione dei mercati dei capitali. In particolare, il Parlamento

Tra le misure prospettate dalla Commissione[204] per contribuire alla "costruzione" dell'Unione dei mercati dei capitali si pone il reg. UE 2015/760 (nel prosieguo, il "Regolamento") – relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (nel prosieguo, "ELTIF") – che, introducendo una nuova tipologia di organismo di investimento europeo, mira a incentivare gli investimenti di lungo termine e, al contempo, a favorire canali di finanziamento per le imprese alternativi al tradizionale *leverage* bancario[205].

---

europeo ritiene che tale obiettivo possa raggiungersi mediante: *i*) una più efficiente allocazione dei risparmi da realizzarsi per il tramite dell'ampliamento e della diversificazione delle possibilità di finanziamento alle imprese; *ii*) la creazione di mercati transfrontalieri più solidi e resilienti che consentano un'attenuazione dei rischi; *iii*) la creazione di un canale di investimenti che finanzi l'economia reale. A tali primi "manifesti", ne hanno fatto seguito degli ulteriori che indicano, in modo più dettagliato, il percorso che gli Stati membri e le istituzioni europee tutte devono seguire per portare a compimento la *Capital Markets Union*; v. altresì COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, 24 settembre 2020; nonché AA.VV., *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, giugno 2020. Sul punto, in dottrina, v. MESSINA, *Capital market union: new rules supporting european SMEs' financing,* in *federalismi.it*, 2020, 193 e ss; PERRONE, *Capital markets union. A proposal for action*, in *Riv. Odc*, 2016, 1 ss.; SICLARI, European Capital Markets Union *e ordinamento nazionale*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2016, I, 481 ss.; AA.VV., *Capital markets union in Europe*, (a cura di) Busch, Avgouleas, Ferrarini, Oxford, 2018; MARIN, *Verso la "*capital markets union*": le nuove "*trading venue*" nella Mifid II e nel Mifir.* New mifid regulation of trading venues as a step forward in the path towards the capital markets union, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2018, 59 ss; BUSCH, *The future of Capital Market Union after Brexit*, in *Riv, OdC*, 2018, 1 ss.; MOLONEY, *Capital Markets Union: "Ever closer Union" for the EU finanacial system?,* in *Europ. Law Rv*., 2016, 41, 307. Sulle "tappe" che hanno condotto sino all'iniziativa della cd. CMU, cfr. LAMANDINI, MUNOZ, *op. cit*., 69 ss.

[204] V. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione, cit.,* nella quale l'istituzione descrive le sedici azioni da attuare per sostenere i tre obiettivi principali, ovvero sostenere la ripresa economica rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee, rendere l'UE un «luogo sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine», nonché far convergere i mercati nazionali dei capitali in un unico mercato. Sul punto, si v. altresì AA.VV., *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, cit.

[205] Sul punto, *funditus*, *infra* parag. 4 ss. Invero, l'esigenza di ampliare le opzioni di finanziamento fruibili da parte delle piccole e medie imprese ha indotto il legislatore nazionale a integrare il quadro normativo domestico – già costellato di fattispecie, come gli ELTIF, EuVECA ed EuSEF , cui è attribuita un'evidente funzione strategica di rilancio dell'economia – di un ulteriore veicolo, quale la Società di investimento semplice (d.l. 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modifiche dalla l. 28 giugno 2019, n. 58) introdotta al precipuo fine di offrire agli investitori uno strumento di investimento dedicato al settore del *venture capital* e del *private equity*, che benefici di regole semplificate in materia di gestione collettiva del risparmio, pur sempre nel rispetto della disciplina di matrice comunitaria. Per questioni di logica espositiva e non solo, sul punto si rinvia a IOCCA M. G., *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita,* in *NLCC*, 2020, 283 ss. Sullo stesso solco si pongono altresì i cd. piani individuali di risparmio (c.d. PIR) – introdotti nell'ordinamento nazionale con la l. 11 dicembre 2016, n. 232 – i quali costituiscono degli appositi contenitori fiscalmente agevolati e diretti a incentivare investimenti a lungo temine in favore di imprese medio piccole; sul punto, cfr. SCIFONI, *Agevolati fiscalmente i piani di investimento a lungo termine (Commento alla l. n. 11 dicembre 2016, n. 232)*, in *Corr. trib*., 2017, 507 ss.; ID., *L'agenzia detta le regole per la verifica dei vincoli di composizione dei PIR*, *ivi*, 2018, 1469 ss.

Nel vagliare la stabilità della norme dettate dal Regolamento e l'idoneità delle stesse al perseguimento degli scopi sottesi all'introduzione della nuova fattispecie[206], non ci si può esimere dall'analisi dei tratti caratterizzanti l'ELTIF – seppure senza pretesa alcuna di esaustività – con l'auspicio che la prospettiva del "grandangolo" possa essere nel prosieguo di supporto nell'indagine del *quomodo* mediante cui far fronte a quelle eventuali lacune normative che possano minare la stabilità del prodotto stesso.

Prima ancora di addentrarsi nella disciplina dell'autorizzazione, delle politiche di investimento, della commercializzazione delle quote *et altro*, pare doveroso considerare le finalità sottese[207] all'introduzione del nuovo strumento di investimento, in quanto costituiscono il dato conformante dell'intera disciplina.

Prendendo le mosse dal *nomen iuris*, si rileva anzitutto la sussistenza di due elementi caratterizzanti la fattispecie sotto il profilo sia soggettivo, sia oggettivo; ci si riferisce, rispettivamente, alla natura europea dell'ELTIF e al carattere di lungo termine dell'investimento.

Che l'ELTIF sia un fondo europeo è, a onore del vero, alquanto tautologico, posto che tale carattere emerge *claris verbis* dalla denominazione della fattispecie in discorso.

Invero, l'aggettivo «europeo» ricorre assai di frequente nel corpo del Regolamento, non solo nel qualificare la *species* di fondo oggetto di disciplina, ma altresì per connotare la tipologia di investimenti – per l'appunto, «europei a lungo termine» – nonché il "beneficiario" degli stessi, ovvero l'«economia europea» rispetto alla quale si rende necessario dar avvio a un percorso di «crescita intelligente, sostenibile e inclusiva»[208].

Lungi dall'essere casuale o sinonimo di una scarsa tecnica legislativa, la ripetizione dell'aggettivo «europeo» è in realtà sintomo della volontà del regolatore di rendere manifesta la paternità del nuovo veicolo e la finalità – tutta in favore dell'UE – per cui esso è stato ideato e disciplinato[209]. Si tratta, infatti, di una fattispecie di matrice europea la cui disciplina, di armonizzazione massima, trova fondamento in un atto legislativo europeo *self executing*.

---

[206] V. *infra* cap. III.

[207] Come già rilevato (v. introduzione), la nuova fattispecie di fondo europeo (ELTIF) rappresenta una delle misure su cui la Commissione fa leva per il rilancio dell'economia europea *post* COVID-19, dal che discende che il nuovo prodotto, oltre a perseguire le finalità *ab origine* individuate, si arricchisce di un nuovo ulteriore obiettivo che scaturisce dalla condizione emergenziale in cui versa l'Unione (e non solo) a causa del verificarsi della pandemia.

[208] V. Considerando n. 1, Regolamento.

[209] Cfr. IOCCA, *I fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) e le nuove disposizioni di vigilanza,* in *NLCC,* 2018, 1338 ss.; CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *I fondi comuni di investimento a lungo termine*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 402.

La scelta di adottare un regolamento quale fonte di disciplina del prodotto è dettata dalla necessità di uniformare le legislazioni nazionali dei Paesi membri *in subiecta materia* al fine di accrescere il grado di certezza del diritto – e, di conseguenza, la fiducia degli investitori[210] – sì da superare gli ostacoli riscontrati nella commercializzazione transfrontaliera dei fondi di investimento. Nel perseguire tale obiettivo è divenuto dunque imperativo ricorrere a uno strumento normativo – come il regolamento[211] – che consentisse «la vigenza di condizioni uniformi», nonché l'obbligo per ciascun gestore di un ELTIF di attenersi alle disposizioni regolamentari, indipendentemente dal Paese di origine del fondo[212].

L'adozione della fonte regolamentare, in luogo della "più tenue" direttiva, scaturisce quindi dalla necessità di introdurre una nuova fattispecie – quale l'ELTIF – che, per sua natura[213], deve essere soggetta a un'unitaria e omogenea regolamentazione nell'intero territorio dell'Unione[214], sì da poter consentire la «creazione di un mercato interno integrato per la raccolta dei capitali che possano essere convogliati verso investimenti a lungo termine nell'economia europea»[215]. E ciò lo si desume altresì dalla base giuridica invocata dal Regolamento, ovvero l'art. 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (di seguito, "TFUE"), che conferisce all'UE, in specifiche materie, il generale potere normativo di ravvicinamento degli ordinamenti interni dei diversi Stati membri «per effetto del quale, pur senza pervenire a una vera e propria uniformità, si ottiene

---

[210] Per un'analisi sui vantaggi dell'investimento di lungo termine, v. SAMAMA, *Expanding Investment Horizons: Opportunities for Long-Term Investors,* in *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, (a cura di) Bolton, Samama, Stiglitz, New York, 2011, 125.

[211] Sulle fonti del diritto dell'Unione europea, si v., *inter alia*, ADAM, TIZZANO, *Manuale del diritto dell'Unione Europea*, Torino, 2020, 178 ss.

[212] V. *Considerando* n. 6, Regolamento. L'utilizzo dell'atto legislativo "più forte" – quale appunto, il regolamento europeo – comporta che il legislatore nazionale è tenuto unicamente a adeguare l'ordinamento di appartenenza alla nuova tipologia di fondo, assicurando così una diretta, completa e uniforme applicazione della nuova fattispecie. Con il d.lgs. 15 dicembre 2017, n. 235 (G.U. 13 febbraio 2018, n. 36), il legislatore nazionale ha riformato talune disposizioni del t.u.f., individuando, quali autorità nazionali preposte alla vigilanza e all'autorizzazione dei fondi di investimento europei a lungo termine, la Banca d'Italia e la Consob (*sub* art. 4 *quinquies*.1 t.u.f.). Sul punto, v. *infra* parag. 3.2.1. Come rilevato da STEFANIN, MATTIOLI, *Le novità del decreto di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento ELTIF*, in *Diritto bancario*, 19 febbraio 2018, già la legge di delegazione europea aveva individuato il ristretto ambito di esercizio della delega «orientando metodologicamente» lo spazio di intervento del legislatore delegato.

[213] V. *infra* parag. 2.

[214] È proprio col fine di assicurare un grado massimo di armonizzazione che si è attribuita all'*European Securities and Markets Authority* (nel prosieguo, l'"ESMA") il potere di emanare disposizioni regolamentari di dettaglio relative agli ELTIF, applicabili in tutti gli Stati membri. V. Considerando nn. 48 e 49, Regolamento.

[215] V. Considerando n. 6, Regolamento.

nondimeno che le norme appartenenti a questi ordinamenti giuridici siano caratterizzate da una accentuata affinità del loro contenuto sostanziale»[216].

In ciò risiedono quindi le ragioni che hanno indotto il legislatore a fruire di uno strumento normativo differente rispetto a quello cui si è fatto ricorso per la disciplina dei GEFIA la cui regolamentazione – come detto – è dettata dalla dir. AIFM[217].

In particolare, in quest'ultima ipotesi, ciò che rilevava era il raggiungimento di una specifica finalità – ovvero, la creazione di un *framework* comune di regolamentazione e vigilanza dei cd. GEFIA[218] – essendo irrilevanti, in tale quadro, le modalità prescelte dai singoli ordinamenti nella realizzazione dell'obiettivo prestabilito. Siffatta considerazione rendeva, pertanto, adeguato e proporzionato il mero ricorso allo strumento della direttiva, la cui base giuridica si rinviene nell'art. 53, parag. 1, TFUE.

Diversamente, per creare un mercato paneuropeo di fondi comuni[219] che potesse fungere da fonte di finanziamento dell'economia europea[220], non si poteva prescindere da uno strumento di armonizzazione massima, quale il regolamento europeo[221], che per i suoi intrinseci connotati rappresenta l'unica fonte normativa idonea al raggiungimento del predetto scopo.

Peraltro, si ribadisce come la matrice europea della nuova fattispecie non sia ravvisabile unicamente nell'assetto normativo dell'ELTIF, ma altresì nella tipologia di investimenti effettuabili da parte del fondo e nelle finalità cui essi sono preordinati. Già dai primi Considerando del Regolamento emerge, infatti, in modo marcato la volontà del legislatore europeo di delimitare, sotto il profilo oggettivo, la categoria delle attività in cui l'ELTIF

---

[216] Cfr. MALINTOPPI, *Il ravvicinamento delle legislazioni come problema di diritto internazionale*, in *Riv. dir. intern*., 1959, 239 ss.; in generale, per un commento sulla base giuridica succitata, v. DE PASQUALE, PALLOTTA, *sub* art. 114, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 162 ss.

[217] E ciò vale anche con riferimento alla restante parte della regolamentazione europea in materia di organismi di investimento, posto che nell'ambito della disciplina UCTIS si è sempre fruito dello strumento normativo della direttiva. Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag 4 e 4.1.

[218] V. *Considerando* n. 94, dir. AIFM. Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1.; cfr. anche GUFFANTI, *op. cit*., 1182; LUCIANO, *op. cit.*, 607.

[219] La scelta di ricorrere alla fonte regolamentare era già stata sperimentata dal legislatore europeo – in materia di fondi di investimento – con i reg. EuVECA ed EuSEF che, come sopra esposto (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 7), si caratterizzano per una portata più ristretta rispetto al Regolamento, in quanto riguardano una nicchia molto specifica dell'economia dell'UE e si connotano, peraltro, per un regime armonizzato solo con riferimento ai profili che attengono alla commercializzazione degli stessi. Cfr. CIAN, *op. cit.*, 301.

[220] Al perseguimento di tale finalità possono contribuire anche investimenti a lungo termine in progetti, imprese e infrastrutture di paesi terzi che possono comunque «apportare capitale agli ELTIF e tornare quindi a vantaggio dell'economia europea. [..]» (v. *Considerando* n. 4, Regolamento).

[221] Sul punto, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine*, 26 giugno 2013, 10.

può investire[222] al fine di realizzare l'intento dichiarato, ovvero mobilitare capitali in favore dell'economia reale europea per il tramite di investimenti di lungo termine[223].

La prospettiva di lungo termine connota, quindi, la nuova tipologia di fondo, non solo nel *nomen iuris*, ma altresì nel novero delle attività in cui l'ELTIF può investire che devono *ex se* presuppore un orizzonte temporale di lungo periodo; circostanza che – come si avrà modo di vedere nel prosieguo[224] – influenza altresì la frequenza del diritto di rimborso degli investitori, contribuendo così a delineare sia sotto il profilo strutturale, sia sotto il profilo tassonomico[225], la nuova fattispecie di fondo.

Che la dimensione temporale abbia un ruolo rilevante nell'ambito del diritto commerciale e, in particolare, nell'ambito degli studi che afferiscono il diritto finanziario pare possa dirsi pacifico[226]. Non desta particolare stupore, quindi, la circostanza che il dato temporale assuma una funzione conformante con riguardo alla nuova fattispecie di fondo[227]; piuttosto, ciò che pare opportuno rilevare è la manifesta volontà di attribuire a tale connotato un'accezione specifica, ovvero quella del *long-term* che diventa così, per gli ELTIF, il *driver* di riferimento dell'intera disciplina[228].

Invero, la prospettiva di lungo termine è assunta quale "contromisura" che le istituzioni europee mettono in campo allo scopo di fronteggiare un cronico *modus operandi* del settore finanziario che, sempre più di frequente, orienta il proprio *agere* verso obiettivi di breve periodo (cd. *short-terminism*)[229]. Un simile andamento altro non è che l'effetto della

---

[222] V. *infra* parag. 4.

[223] V. Considerando n. 1, Regolamento.

[224] V. *infra* cap. II, parag. 3, nonché cap. III, parag. 4.2.1.

[225] V. *infra* parag. 6.

[226] Cfr. AA.VV, *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale, Atti della giornata di studio*, Macerata 20 aprile 1999, (a cura di) Morera, Olivieri, Stella Richter, Milano, 2000. Sullo stesso solco, seppure con un ambito di indagine più ristretto, si v. AA.VV., *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018.

[227] In generale, l'elemento tempo ha sempre influenzato la classificazione dei fondi di investimento. Del resto, nella distinzione tra fondi chiusi e aperti ciò che rileva è la frequenza con la quale l'investitore può chiedere il rimborso e, dunque, la durata – vincolante o meno – dell'investimento stesso. Sul punto, *inter alia*, v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 211 ss.; ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del* risparmio, cit., 354 ss.; CAVANNA, *op. cit.*, 21 ss.

[228] Cfr. ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 107 ss., il quale evidenzia il legame tra la dimensione temporale e la disciplina degli OICR rispetto ai quali il fattore tempo non rileva solo in relazione all'operare delle diverse clausole negoziali, ma vale soprattutto come elemento che struttura il prodotto finanziario con implicazioni sotto il profilo sia della disciplina applicabile, sia della forma giuridica dell'organismo stesso.

[229] Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il tempo e il denaro. Riflessioni di un giurista*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 4 ss. Sul punto, v. anche PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta. Conversazione con Beda Romano sul grande crollo della finanza*, Bologna, 2009, *passim*. Con riferimento all'accezione negativa con la quale si tende a configurare la propensione allo *short-term*, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra sub* cap. III, parag. 4.2.5.

crisi finanziaria, verificatasi negli scorsi decenni, la quale ha determinato una debolezza macroeconomica tale da scoraggiare qualsiasi forma di finanziamento a lungo termine[230], determinando così l'arresto di vari settori dell'economia[231].

In tale panorama, le istituzioni europee propugnano un radicale cambio di prospettiva[232] – verso forme di finanziamento *long-term* – per fa sì che l'Unione europea riprenda a crescere «in maniera intelligente, sostenibile e inclusiva»[233] e, nel perseguimento di tale obiettivo, si innesta l'emanazione del Regolamento in discorso che rappresenta – attraverso l'introduzione di una nuova fattispecie di fondo di investimento europeo – uno dei primi "passi" compiuti dal legislatore per il rilancio dell'economia europea[234].

---

[230] Sul punto, v. BASSANINI, *Financing Long Term Investment after the Crisis: a View from Europe,* in *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, (a cura di) Bolton, Samama, Stiglitz, New York, 2011, 37. La crisi finanziaria aveva rivelato, in modo alquanto dirompente, la fragilità del sistema e, soprattutto, la rapidità con cui i rischi, verificatisi in un dato settore, potessero propagarsi anche in altri, assumendo caratteri sistemici (v. GUFFANTI, *op. cit.,* 1181; LUCIANO, *op. cit.*, 605). In tale quadro, si rendeva necessario secondo taluni (FERRAN, *The regulation of hedge funds and private equity*, cit., 176) una regolamentazione nel settore degli *hedge funds*; *contra* RIVIÈRE, *op. cit*., 263. V. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1.

[231] V. D'AGOSTINO, *Evoluzione del quadro normativo europeo sugli "strumenti di finanziamento alla crescita*, in *Finanziare l'economia in tempo di crisi: le risposte dei mercati, il ruolo degli intermediari, gli orientamenti delle autorità*, Perugia, 22 marzo 2014, 49 ss.

[232] Cfr. DUPIRE, VAN DEN SPIEGEL, VILLASECA, *Regulating Long Term Finance in the European Union: Challenges and Opportunities*, in *Vlerick Policy Paper Series*, 2015, 3, riportando la posizione assunta dal G30, rilevano che «*an ideal market for LT finance relies on four key principles: (1) "The financial system should channel savings from households and corporations into an adequate supply of financing with long maturities to meet the growing investment needs of the real economy; (2) Long-term finance should be supplied by entities with committed long-term horizons; (3) A broad spectrum of financial instruments should be available to support long-term investment;(4) An efficient global financial system should promote economic growth through stable cross-border flows of long-term finance, supported by appropriate global regulation"*». In generale, l'atteggiamento assunto dalle istituzioni europee, in risposta alla crisi, è stato quello di riformare «la normativa per migliorare e armonizzare le disposizioni nazionali, anche con l'obiettivo di realizzare un *sigle rulebook* e coordinare la vigilanza delle autorità competenti. Si è quindi sviluppato un articolato piano di atti normativi nuovi o di profonda rivisitazione di quelli esistenti caratterizzati da un più ampio grado di armonizzazione, destinati a conformare i prodotti e gli attori del sistema finanziario», come rilevato da CONSOB, *L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare,* in *Relazione per l'anno 2015*, 31 marzo 2016, 12.

[233] COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 23 marzo 2013, per la prima volta, pone l'attenzione sulla questione, avviando così un dibattito europeo che potesse poi agevolare l'adozione di misure regolamentari volte a concretizzare i propositi dichiarati. Sullo stesso solco, v. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al consiglio e al Parlamento europeo sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 27 marzo 2014.

[234] Sul punto, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets. Accompanying the document Green Paper. Building a Capital Markets Union*, 18 febbraio 2015, 34, la quale evidenzia che «*the 2014 Commission Communication on long-term finance in Europe already discussed the challenges and possible policy options for incentivising long-term savings to flow into long-term projects via capital markets. For example, the European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) are aimed at investment fund managers that want to offer long-term investment opportunities to institutional and private investors across Europe. ELTIFs are expected to have particular appeal to investors such as insurance companies and pension funds which need stable, steady income streams or long-term capital growth*». In generale, con l'introduzione dell'ELTIF il legislatore europeo ha dato concretezza, per la prima volta, al progetto del "*long-term*", creando un modello che – se nella prassi si rivelerà efficace – potrà assurgere a *standard* di riferimento per altri veicoli d'investimento che possano promuovere e accrescere canali di finanziamento delle imprese sulla prospettiva del lungo termine.

La prospettiva di lungo periodo non costituisce, infatti, solo un connotato temporale dell'investimento – cioè sotto il profilo della durata dello stesso – ma rappresenta altresì un criterio qualitativo di selezione degli investimenti[235] che dovranno essere direzionati verso quei settori che, per loro natura, necessitano di capitali pazienti e produttivi[236].

Che i connotati «europeo» e «*long-term*» rappresentino, quindi, i dati conformanti e distintivi della nuova fattispecie di fondo pare condivisibile; tuttavia, il dubbio che sorge è se tali caratteri genetici siano *ex se* idonei a individuare una nuova categoria di OICR o se, piuttosto, alla luce delle disposizioni normative cui si darà conto nel prosieguo, si tratti di elementi non idonei ad alterare la tradizionale tassonomia in materia di organismi d'investimento collettivo del risparmio[237].

2. L'autorizzazione dell'ELTIF: il passaporto europeo

Per adempiere all'intento di realizzare un mercato paneuropeo di fondi di investimento, il regolatore comunitario non poteva prescindere dall'introduzione di regole che uniformassero le condizioni di accesso al mercato degli ELTIF e dei rispettivi gestori.

Sul modello delineato dalla dir. UCTIS IV, prima, e dalla dir. AIFM[238], poi, si è quindi adottato, anche con riferimento agli ELTIF, un approccio *one size fits all*[239] per disciplinare il sistema autorizzativo alla base della nuova fattispecie di fondo.

La previsione di un unitario procedimento risponde, infatti, a una duplice esigenza: da un lato, quella di riservare l'attività di gestione e raccolta del risparmio a soggetti in possesso di requisiti omogenei e specifici e, dall'altro, quella di garantire un eguale – e, al

---

[235] V. *infra* parag. 4 ss.

[236] Ci si riferisce a una delle definizioni di "lungo termine" fornita dall'OCSE. Sul punto, il *Considerando* n. 15 del Regolamento rileva che «la definizione di investimento a lungo termine è ampia. Le attività d'investimento ammissibili sono in genere illiquide, richiedono impegni per un certo periodo di tempo e hanno un profilo economico a lungo termine. In quanto titoli non trasferibili, le attività d'investimento ammissibili non hanno accesso alla liquidità dei mercati secondari. Implicano spesso impegni a durata prestabilita che ne limitano le prospettive di commercializzazione. Tuttavia, dal momento che le PMI quotate potrebbero avere problemi di liquidità e di accesso al mercato secondario, esse dovrebbero anche essere considerate imprese di portafoglio ammissibili. Il ciclo economico dell'investimento richiesto dall'ELTIF ha essenzialmente carattere a lungo termine, a causa degli impegni ingenti in capitale e dell'orizzonte temporale necessario per ottenere rendimenti». In merito alla definizione di lungo termine, v. VELLA, *Il tempo lungo nella finanza: nuove regole per le banche*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario, op. cit.,* 63; BASSANINI, REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa. La nascita del tema e le prospettive future,* in *Astrid*, 2014, 7.

[237] Cfr. COSTI, *op. cit*., 211 ss.; ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio*, cit., 354 ss.; CAVANNA, *op. cit.*, 21 ss.

[238] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 4 e 4.1. Sul punto, v. STEFANIN, GUSTATO, *op. cit.,* 1 ss.

[239] Cfr. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, cit., 354.

contempo, elevato – *standard* di vigilanza e monitoraggio da parte dell'autorità a ciò preposte nell'ambito dell'intero territorio dell'Unione.

Nel perseguimento di tali obiettivi si pone, quindi, l'art. 4 del Regolamento il quale limita la fruibilità della denominazione «ELTIF» o «fondo comune di investimento europeo a lungo termine» ai soli organismi di investimento collettivo del risparmio che siano stati autorizzati ai sensi delle disposizioni regolamentari in discorso; e ciò, allo scopo di tutelare anzitutto il legittimo affidamento degli investitori che entrano in contatto con il fondo sul presupposto che questo risponda a determinati requisiti prudenziali[240].

Se la tutela degli investitori – in aggiunta alla creazione di un mercato interno integrato e unitario – è l'obiettivo che si intende perseguire, lo strumento più appropriato e più efficace di cui si dispone è quello del cd. passaporto europeo. Mediante tale sistema si consente l'operatività transfrontaliera delle imprese – sia nella forma della libera prestazione di servizi *ex* art. 56 TFUE, sia nella forma della libertà di stabilimento *ex* art. 49 TFUE[241] – in forza della sola autorizzazione rilasciata dallo Stato di origine in cui esse prestano i propri servizi (cd. *home country control principle*), senza necessità alcuna di dover ricorrere a ulteriori autorizzazioni da parte del *host country*.

Invero, tale meccanismo – già sperimentato in altri settori armonizzati dell'ordinamento[242] – si regge, come noto, su un sistema di cooperazione delle autorità preposte al rilascio dell'autorizzazione che, mediante un costante flusso informativo,

---

[240] In attuazione dell'art. 4 del Regolamento, con l'emanazione del d.lgs. 15 dicembre 2017, n. 233, il legislatore nazionale ha modificato gli artt. 188 e 190 t.u.f., rispettivamente rubricati «Abuso di denominazione» e «Sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari». Si tratta di disposizioni volte a sanzionare, nel primo caso, la condotta di chi abusivamente – e, quindi, in assenza della concessione di un'autorizzazione *ad hoc* – utilizzi una specifica denominazione – tra cui «ELTIF» – nell'esercizio, fra le altre, dell'attività di gestione del risparmio; mentre, nel secondo caso, si sanziona l'attività del gestore che operi in violazione delle disposizioni normative di riferimento. Per un'analisi di tali disposizioni, si v. MULAZZANI, *sub* art. 188, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 1333 ss.; TORELLI, *sub* art. 190, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 1340.

[241] Per un commento alle succitate disposizioni, v., *inter alia*, CONTALDI, *sub* art. 49 TFUE, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 719 ss.; CISOTTA, LUGATO, *sub* art. 56 TFUE, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 748 ss.

[242] Ci si riferisce agli artt. 15 e 16 del t.u.b. che attribuiscono alle banche italiane, sempre secondo il meccanismo del mutuo riconoscimento, la facoltà di agire in libera prestazione dei servizi o sulla base della libertà di stabilimento su tutto il territorio dell'UE. Sul punto, v. NAPOLETANO, *Succursali e libera prestazione dei servizi,* in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, (a cura di) Galanti, Padova, 2008, 429 ss.; ORTINO, *Le succursali italiane di banche comunitarie tra legge di riforma del diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *NGCC*, 2002, 613; VELLA, *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area euro?*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2002, I, 155; VELLA, BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019, 57; in generale, per un'analisi complessiva della disciplina, v. PUPO, *sub* artt. 15-16, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 89 ss.

potranno garantire l'effettivo godimento delle libertà sopra indicate senza che si debba soggiacere a differenti regolamentazioni quanti sono i Paesi membri dell'UE[243].

Come detto[244], la cd. autorizzazione unica – corollario del principio del mutuo riconoscimento[245] – era stata già adottata nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, non solo in relazione ai fondi armonizzati, ma con riguardo altresì alla gestione dei FIA, sottoposta anch'essa, sulla base della dir. AIFM, al principio dell'*home country control*.

Tuttavia, rispetto al regime di parziale armonizzazione introdotto dalla dir. AIFM – che, come detto, si limita a introdurre il meccanismo del passaporto europeo con riferimento ai soli GEFIA[246] – il Regolamento, ponendo invece l'attenzione proprio sul prodotto – ovvero, i fondi di investimento europei – compie "un passo in avanti" nell'*iter* di costruzione della *Capital Markets Union*, riuscendo a regolamentare in modo uniforme le condizioni di accesso al mercato, nonché la struttura e la composizione del portafoglio di una specifica tipologia di FIA, l'ELTIF[247].

---

[243] V. art. 35, Regolamento. Sul punto, *funditus*, *infra* parag. 2.1 e, sull'interazione tra le diverse autorità nazionali competenti, v. *infra* parag. 3.2.

[244] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.

[245] Come noto, si tratta di un principio di elaborazione giurisprudenziale – enunciato per la prima volta nella nota sentenza *Cassis de Dijon* (Corte di giustizia, 20 febbraio 1979, causa 120/78, Rewe- Zentral AG c. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein) – cui si è fatto di sovente ricorso allo scopo di agevolare lo sviluppo del mercato interno in assenza di misure di armonizzazione a livello europeo. Invero, l'invocazione di tale principio determina una sorta di applicazione ultraterritoriale delle legislazioni dei paesi membri, conferendo altresì una forte attitudine espansiva al diritto comunitario. La funzionalità del principio in parola sta nell'ovviare alle divergenze normative esistenti fra gli Stati membri, vincolandoli alla presunzione di rispetto del diritto dell'Unione da parte di ogni altro Paese membro. L'ampio dibattito concernente il principio *de quo* – anche in considerazione dei vari ambiti in cui esso opera e delle varie dimensioni in cui esso può estrinsecarsi – impedisce di definire anche solo sommariamente la portata dello stesso, esulando peraltro il tema dalla presente indagine. Pertanto, per un maggiore approfondimento sul tema, ci si limita a rinviare, *ex multis*, a GIORGI, *Il principio del mutuo riconoscimento nell'ordinamento dell'Unione europea*, Firenze, 2020; NICOLIN, *Il mutuo riconoscimento tra mercato interno e sussidiarietà*, Padova, 2005.

[246] Tale scelta è giustificata dal legislatore dell'epoca in ragione dell'elevato grado di eterogeneità che caratterizza i fondi non-UCTIS nei diversi ordinamenti nazionali. Ne scaturisce, *de plano*, un quadro che, seppure aspiri al raggiungimento della tanto anelata armonizzazione nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, rimane incompiuto – all'indomani dell'emanazione della dir. AIFM – in ragione della perdurante segmentazione dei mercati nazionali sotto il profilo dei prodotti; sul punto, cfr. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi,* cit*.,* 354; *contra* CIAN, *I Fia*, cit., 301, secondo cui la parcellizzazione disciplinare non dovrebbe comportare alcuna segmentazione dei mercati tra i differenti Stati membri in ragione della libera circolazione dei prodotti all'interno del territorio UE; in generale, sul tema, v. ZUCCHELLI, *L'operatività transfrontaliera del gestore*, cit., 229 ss.; GUFFANTI, *op. cit.,* 1184.

[247] Di certo, il Regolamento in discorso non può dirsi idoneo – per il suo perimetro oggettivo di applicazione (v. *infra* parag. 4.2, nonché parag. 5) – ad assurgere al rango di disciplina generale dei FIA; tuttavia, introducendo una nuova fattispecie di fondo alternativo, propone un modello di riferimento per la disciplina armonizzata di fondi alternativi che possano – in virtù del principio del passaporto europeo – essere oggetto di commercializzazione intracomunitaria, assurgendo peraltro a fonte di finanziamento per l'economia reale europea (cfr. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane,* in *AGE*,

Nell'ambito della disciplina autorizzativa unitaria e armonizzata, l'esperienza tracciata dalla dir. AIFM non rappresenta, però, solo un modello da cui trarre ispirazione nella regolamentazione della nuova fattispecie di fondo, bensì il quadro giuridico di riferimento per la disciplina della gestione e della commercializzazione dei fondi di investimento alternativi[248].

Già nei Considerando, il legislatore europeo specifica, infatti, che il rapporto che sussiste tra la dir. AIFM e il Regolamento è un rapporto di genere a specie, in quanto l'ambito applicativo del secondo è più limitato rispetto a quello tracciato dalla direttiva che troverà applicazione – in relazione a taluni profili di disciplina – anche con riferimento agli ELTIF[249]. Ne consegue che il quadro regolamentare degli ELTIF risulta composito, dal momento che la disciplina autorizzativa della nuova fattispecie di fondo si articola su due differenti fonti normative, per l'appunto, il Regolamento e la dir. AIFM.

Nell'analizzare nel prosieguo[250] l'*iter* autorizzativo dell'ELTIF e del relativo gestore pare quindi opportuno valutare se tra le due discipline sussistano profili di complementarità – come pare debba essere negli intenti del legislatore – o se, invece, la contiguità oggettiva tra le due regolamentazioni finisca per gravare il procedimento autorizzativo, replicando valutazioni e verifiche prudenziali già compiute sulla base della dir. AIFM.

2.1 Il procedimento autorizzativo

Il primo dato che il legislatore fornisce all'interprete e agli operatori del settore riguarda la natura cogente della procedura autorizzativa: solo un fondo autorizzato secondo le disposizioni del Regolamento in discorso può essere commercializzato come ELTIF e,

2021, 210, il quale rileva come il Regolamento in questione non sia idoneo *ex se* a colmare le lacune esistenti nella frammentaria disciplina comunitaria del *private equity*). Tale misura si inserisce nel percorso intrapreso dalle istituzioni europee che si fonda sulla consapevolezza che la mera eliminazione delle barriere tra i mercati non sia sufficiente, ma rappresenti lo stimolo per lo sviluppo di mercati europei che aspirino a costituire un effettivo canale di finanziamento alternativo rispetto a quello bancario. Sul punto, v. ALVARO, VALIANTE, *La tutela costituzionale del risparmio alla luce del diritto europeo,* in *Banca impresa e soc*., 2021, 4; ALVARO, CASELLI, D'ERAMO, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI. Quaderni giuridici Consob*, 2018, 9 ss.

[248] V. Considerando n. 8, Regolamento.

[249] V. Considerando nn. 9 e 10, Regolamento.

[250] V. *infra* parag. 2.1.

come sopra chiarito[251], tale autorizzazione avrà validità nell'intero territorio dell'Unione[252].

In assenza di tale *placet*, quindi, il fondo non potrà fregiarsi della denominazione di ELTIF – ai sensi dell'art. 4, Regolamento – né tanto meno potrà operare nel mercato come tale, dal momento che all'autorizzazione deve attribuirsi – secondo chi scrive – natura costitutiva nella misura in cui la concessione della stessa conferisce al FIA uno specifico *status* da cui consegue l'applicazione del regime normativo dettato dal Regolamento stesso.

Tuttavia, non qualunque organismo d'investimento può accedere all'*iter* procedurale di cui all'art. 5 Regolamento, in quanto tale procedura è riservata ai soli fondi di investimento alternativi qualificabili come europei (FIA UE)[253], sì da mettere in evidenza la dimensione europea del prodotto in questione.

La natura di FIA UE dell'ELTIF assurge quindi a *condicio sine qua non* per la presentazione della domanda di autorizzazione dello stesso, ai sensi dell'art. 3, parag. 2, Regolamento, ma non è *ex se* condizione sufficiente, essendo prescritto altresì che la richiesta fornisca talune specifiche indicazioni afferenti a: *i*) regolamento o documenti costitutivi del fondo; *ii*) identità del gestore dell'ELTIF; *iii*) identità del depositario[254]; *iv*) informazioni da mettere a disposizione degli investitori.

---

[251] V. *supra* parag. 2.

[252] A riprova dell'unitarietà della procedura autorizzativa e, di conseguenza, della vigenza del cd. *home country control principle*, l'art. 6 del Regolamento prevede che «l'autorizzazione a operare come ELTIF non è subordinata al fatto che l'ELTIF sia gestito da un GEFIA UE autorizzato nello Stato membro di origine dell'ELTIF né che il GEFIA UE eserciti o deleghi eventuali attività nello Stato membro di origine dell'ELTIF».

[253] Il «FIA UE» è definito dall'art. 1, parag. 1, lett. k), dir. AIFM come il «i) FIA autorizzato o registrato in uno Stato membro secondo la normativa nazionale applicabile; oppure ii) FIA che non sia autorizzato o registrato in uno Stato membro, ma abbia la sede legale e/o la sede amministrativa principale in uno Stato membro».

[254] Con riferimento alla figura del depositario, l'art. 29 Regolamento detta una specifica disciplina – in parte derogatoria rispetto a quella contenuta nella dir. AIFM – in relazione alla sola ipotesi in cui le quote dell'ELTIF siano commercializzate presso investitori *retail* (sulla commercializzazione agli investitori al dettaglio, v. *infra* parag. 2.2. e 2.2.1). In particolare, è previsto che in simili casi il depositario sia un istituto soggetto a regolamentazione prudenziale e vigilanza continua e che presenti garanzie finanziarie e professionali sufficienti allo svolgimento della propria attività e a far fronte agli impegni assunti nell'esercizio delle proprie funzioni. Al contempo, non è possibile escludere o limitare la responsabilità del depositario, in caso di perdita o smarrimento di titoli tenuti in custodia presso terzi, né esso è ammesso ad esonerarsi da responsabilità alcuna (come, invece, previsto dall'art. 21, parag. 12, dir. AIFM), essendo peraltro considerato nullo ogni eventuale patto contrario che contravvenga a tale regime di responsabilità. *In nuce*, il regime di responsabilità del depositario richiama in parte quello delineato dalla dir. UCTIS IV e non già quello di cui alla dir. AIFM in ragione del differente pubblico a cui le quote del fondo possono essere offerte. Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.

In nuce, i documenti e i dati contenuti nella domanda *ex* art. 5, parag. 1, Regolamento, costituiranno il *background* informativo di cui le autorità nazionali competenti[255] dispongono ai fini del rilascio dell'autorizzazione in discorso che potrà essere concessa nella sola ipotesi[256] in cui sussistano tutte le condizioni dettate dall'art. 6, parag. 1, ovvero l'accertamento, da parte dell'*authority*, della capacità del fondo di «rispettare tutti gli obblighi» sanciti dal Regolamento, nonché l'approvazione – sempre da parte dell'ente competente – del regolamento del fondo, della scelta del depositario e, in ultimo, della domanda di autorizzazione per la gestione dell'ELTIF presentata da un GEFIA.

La necessaria sussistenza di quest'ultima condizione – ai fini del rilascio dell'autorizzazione dell'ELTIF – richiama l'attenzione dell'interprete sull'ulteriore segmento dell'*iter* autorizzativo che riguarda il gestore e che, come sopra rilevato, costituisce condizione indefettibile per il rilascio dell'autorizzazione dell'ELTIF.

Anche con riguardo al gestore del fondo, il legislatore europeo non viene meno all'intento dichiarato di dar rilievo al connotato europeo dell'intera disciplina, ammettendo così alla gestione del fondo solo GEFIA UE[257] autorizzati ai sensi della dir. AIFM.

La tecnica legislativa adoperata dal regolatore europeo, in punto di autorizzazione alla gestione dell'ELTIF, differisce in parte rispetto a quella utilizzata nel dettare le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione all'istituzione dell'ELTIF stesso. In particolare, oltre a indicare le informazioni che devono essere contenute nella domanda avanzata dal gestore[258], il Regolamento non specifica le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione, bensì individua i presupposti al ricorre dei quali l'autorità nazionale «può rifiutarsi» di approvare la domanda del GEFIA UE.

---

[255] In merito all'individuazione, in ambito domestico, delle autorità nazionali competenti al rilascio dell'autorizzazione, v. *infra* parag. 3.2.

[256] Alle condizioni indicate dall'art. 6, parag. 1, Regolamento se ne aggiunge un'ulteriore prescritta dal successivo parag. 4 del medesimo articolo, secondo cui è necessario che non sussista in capo al FIA UE – che propone la domanda come ELTIF – un divieto normativo di commercializzazione delle proprie quote o azioni nel Paese di origine dello stesso.

[257] Ai sensi dell'art. 4, parag. 1, lett. l), per GEFIA UE si intende un GEFIA (quindi, una persona giuridica che svolga abitualmente l'attività di gestione di uno o più FIA) che abbia la sede legale in uno Stato membro dell'UE.

[258] Ai sensi dell'art. 5, parag. 2, Regolamento, la domanda di autorizzazione alla gestione di un ELTIF deve contenere: *i*) l'accordo scritto concluso con il depositario; *ii*) le informazioni sulle modalità di delega della gestione del portafoglio, della gestione del rischio e dell'amministrazione dell'ELTIF; nonché *iii*) le informazioni sulle strategie di investimento, sul profilo di rischio e sulle altre caratteristiche dei FIA che il GEFIA UE è autorizzato a gestire.

L'utilizzo del verbo modale[259] non può non far sorgere il dubbio circa il margine di discrezionalità di cui le autorità competenti dispongano nel respingere la richiesta avanzata dal gestore. È bene precisare che le circostanze che possono giustificare un diniego da parte dell'ente sono descritte in negativo, poiché attengono al mancato rispetto da parte del gestore di disposizioni normative (nello specifico, il Regolamento, la dir. AIFM o le norme nazionali applicabili al gestore[260]) oppure al non corretto adempimento dell'obbligo di *disclosure* – documentale o informativa – gravante sul GEFIA in sede di proposizione della domanda di autorizzazione[261].

A ben vedere, la tecnica normativa utilizzata dal legislatore europeo – nel definire le ipotesi di mancata approvazione della domanda di gestione dell'ELTIF – lascia pochi margini di discrezionalità all'autorità nazionale competente, sol che si consideri che i presupposti che la stessa deve vagliare, da un lato, coincidono con quelli richiesti per l'autorizzazione del fondo (adempimento delle prescrizioni contenute nel Regolamento e nella dir. AIFM ai fini della concessione dell'autorizzazione a operare come GEFIA) e, dall'altro, attengono alla verifica di elementi che escludono *ex se* qualsivoglia forma di discrezionalità[262].

Invero, il procedimento autorizzativo, pur essendo "costruito" secondo una struttura bifasica – autorizzazione dell'ELTIF e autorizzazione alla gestione dell'ELTIF – si riduce a unità nella misura in cui i prerequisiti da valutare sono, sotto taluni profili, coincidenti e, sotto altri, connessi tra loro, con la conseguenza che il mancato rilascio di un'autorizzazione condizionerebbe, *naturaliter*, la concessione dell'altra[263] in un sistema che, in concreto, finirebbe per assumere sembianze circolari.

---

[259] Anche nella versione inglese del Regolamento, si ricorre all'utilizzo di un verbo modale per indicare le ipotesi di diniego dell'autorizzazione alla gestione dell'ELTIF «*may refuse to approve*», così come nella versione in lingua francese «*l'autorité compétente pour l'ELTIF ne peut refuser d'approuver la demande* [..]».

[260] Ai sensi dell'art. 6, parag. 3, lett. c), Regolamento, una delle condizioni per il diniego riguarda l'assenza di autorizzazione da parte dell'autorità competente per il GEFIA UE a «a gestire FIA che attuino strategie d'investimento del tipo di quelle disciplinate dal presente regolamento».

[261] In particolare, l'art. 6, parag. 3, lett. d), Regolamento, ammette che l'autorità nazionale possa rifiutarsi di approvare la domanda di autorizzazione nel caso in cui il gestore non abbia fornito «la documentazione di cui all'articolo 5, paragrafo 2, né i chiarimenti o le informazioni richiesti a norma di tale articolo».

[262] Ci si riferisce alle condizioni indicate dall'art. 6, parag. 3, lett. c) e d), Regolamento, in quanto si tratta di verificare nell'un caso (*sub* lett. c) la compatibilità delle politiche di investimento dell'ELTIF rispetto a quello ammesse dalla normativa nazionale dell'ELTIF e, nell'altro, se la domanda di autorizzazione contiene tutte le indicazioni – qualificabili, quindi, come tassative – richieste dall'art. 5, parag. 2, Regolamento.

[263] Onde evitare inutili replicazioni dell'*iter* autorizzativo e allo scopo di «ridurre gli oneri di *compliance*» gravanti sul gestore, il Regolamento ammette che, nel caso in cui l'autorità competente per l'ELTIF sia la medesima che ha già autorizzato il GEFIA, sulla base della dir. AIFM, nella domanda presentata da

Che sussista una forte correlazione tra il Regolamento e la dir. AIFM, in particolare sotto il profilo autorizzativo, è evidente e ciò potrebbe far dubitare dell'autonomia della procedura autorizzativa descritta dal Regolamento rispetto a quella indicata dalla direttiva suddetta.

Certo, il segmento sopra descritto relativo all'autorizzazione dell'ELTIF è autonomo funzionalmente rispetto alla dir. AIFM, in quanto è volto ad accertare elementi che attengono allo specifico prodotto d'investimento che non è oggetto di disciplina della dir. sui GEFIA[264]; diversamente, per quanto concerne l'autorizzazione alla gestione dell'ELTIF, le valutazioni che le autorità nazionali sono chiamate a compiere rischiano di replicare profili di indagine già valutati in sede di autorizzazione ai sensi della dir. AIFM. E ciò, avrebbe una qualche ragion d'essere solo ove si ammettesse che l'ELTIF rappresenta una categoria di fondo d'investimento a sé e non già una mera *species* del genere FIA.

Senza voler anticipare conclusioni cui si potrà presumibilmente pervenire solo nel prosieguo[265], ciò che si intende rilevare è che, se pare condivisibile la *ratio* sottesa alla previsione di un *iter* autorizzativo *ad hoc* per la costituzione di un ELTIF, non altrettanto può dirsi con riguardo al regime di doppia autorizzazione previsto per i gestori dei suddetti fondi che rischiano di essere gravati di un "*bis in idem"* (autorizzativo) che si sarebbe potuto evitare, laddove le specifiche (e poche) informazioni richieste in relazione alla gestione dell'ELTIF fossero state inserite tra i presupposti per l'autorizzazione del fondo stesso[266].

---

quest'ultimo per la gestione del fondo europeo si avrà riguardo alla documentazione già trasmessa ai sensi della dir. AIFM. Ciò sulla base dell'approccio unitario – come rilevato da LAMBERTI, *op. cit.*, 98 – adottato dalla dir. AIFM con riguardo all'autorizzazione dei GEFIA quando questi sono stati già autorizzati ai sensi della dir. UCTIS IV. In tale ipotesi, allo scopo di evitare un «doppio binario» autorizzativo, l'A. evidenzia la scelta di esonerare il gestore dal deposito di documenti già prodotti ai fini dell'autorizzazione alla commercializzazione di o.i.c.v.m. Invero, la previsione dovrebbe essere estesa al di là del caso in cui vi sia una coincidenza tra autorità competenti a rilasciare l'autorizzazione, sì da snellire l'*iter*, riducendo il doppio binario autorizzativo (autorizzazione alla gestione e autorizzazione all'istituzione dell'ELTIF) a uno unitario.

[264] Seppure la dir. AIFM abbia a oggetto la disciplina del gestore del fondo, LUCIANO, *op. cit*, 610, rileva come diverse disposizioni della predetta direttiva incidano direttamente anche sui fondi, come quelle dettate dagli artt. 30 e ss; *contra* CIAN, *op. cit*., 293.

[265] V. *infra* parag. 5.

[266] Così anche ESMA, *Review of the Regulation (EU) 2015/760 on European long-term investment funds (ELTIFs)*, 3 febbraio 2021, 6, la quale rileva come «*the extent to which this additional authorisation, that supplements the authorisation granted under the AIFMD, is needed and useful may be unclear and may create confusion as regards the responsibilities of the two different competent authorities involved. It could therefore be considered to remove these requirements*». Cfr. ZUCCHELLI, *L'operatività transfrontaliera del gestore*, cit., 237, il quale ritiene che, nell'ottica di agevolare la costruzione della *Capital Market Union*, sarebbe opportuno realizzare un «singolo *rulebook* sui gestori», con differenziazioni in ragione delle

2.1.2. (segue)…dell'ELTIF autogestito

Alternativamente all'ipotesi in cui l'ELTIF sia costituito nella forma di un fondo di investimento eterogestito da un GEFIA UE, il legislatore europeo prevede altresì la possibilità che il prodotto di investimento sia costituito in una forma giuridica che ammetta l'autogestione dello stesso.

In tale circostanza si rileva un mutamento del procedimento autorizzativo: l'organismo di investimento dovrà unicamente presentare la domanda di autorizzazione, contenente le informazioni di cui all'art. 5, parag. 5, Regolamento[267] e, al contempo, avanzare la richiesta di autorizzazione come GEFIA, ai sensi della dir. AIFM[268].

Anche con riguardo all'ELTIF autogestito, il legislatore detta delle condizioni la cui sussistenza è il presupposto per il rilascio dell'autorizzazione, ovvero il rispetto dei requisiti prescritti dal Regolamento e dalla dir. AIFM in materia di autorizzazione di un GEFIA UE. Pur non essendo pedissequamente riprodotte le medesime condizioni che attengono al rilascio dell'autorizzazione dell'ELTIF eterogestito[269], pare possa ritenersi che nell'ampia formulazione di cui all'art. 6, parag. 2, Regolamento – «solo ove abbia accertato che il FIA UE rispetta i requisiti di cui al presente regolamento» – siano sussumibili anche quei requisiti di portata più limitata dettati con riferimento al solo ELTIF eterodiretto, in quanto non potrà considerarsi rispettato il Regolamento ove gli atti costitutivi del fondo, che ne dettano la disciplina, non siano in linea con le prescrizioni regolamentari. Può, forse, valere il brocardo «*plus semper in se continet quod est minus*».

---

specifiche attività dai medesimi compiute e in relazione al tipo di prodotto gestito. Secondo l'A., sarebbe quindi auspicabile la creazione di un unitario passaporto europeo del gestore, con l'individuazione specifica delle autorità chiamate a vigilare sullo stesso, evitando eventuali ambiguità.

[267] La domanda presentata dal fondo autogestito deve contenere: *i*) il regolamento o i documenti costitutivi del fondo; *ii*) una descrizione delle informazioni da mettere a disposizione degli investitori, inclusa una descrizione dei meccanismi per la gestione dei reclami degli investitori al dettaglio; *iii*) oltre alle informazioni prescritte dall'art. 7, dir. AIFM. In merito a quest'ultimo requisito, v., *funditus*, LAMBERTI, *op. cit*., 94 ss.; LUCIANO, *op. cit*., 612 ss.

[268] Pare che il legislatore europeo sia incorso in una svista laddove all'art. 5, parag. 5, Regolamento si riferisce all'autorizzazione del fondo come GEFIA, mentre al successivo art. 6, parag. 2, Regolamento indica tra le condizioni per la concessione dell'autorizzazione il rispetto delle disposizioni dettata dalla dir. AIFM in relazione all'autorizzazione dei GEFIA UE. A ben guardare, la procedura autorizzativa disciplinata dalla direttiva riguarda i GEFIA in generale, dal momento che la qualifica di GEFIA UE è attribuibile in conseguenza della mera localizzazione della sede legale del gestore in uno degli Stati membri dell'Unione [v. art. 4, parag. 1, lett. l), dir. AIFM].

[269] Fra le condizioni, l'art. 6, parag. 2, Regolamento, non indica la necessaria approvazione da parte dell'autorità del regolamento del fondo.

2.2. La chiusura del procedimento autorizzativo

L'*iter* autorizzativo – tanto dell'ELTIF, quanto del gestore del ELTIF stesso – dovrebbe concludersi entro il termine di due mesi – o entro tre mesi nel caso di ELTIF autogestito – dalla presentazione della domanda corredata di tutti gli elementi indicati dal Regolamento[270]. Diversamente da quanto previsto dalla dir. AIFM[271], il legislatore non ammette possibilità alcuna di proroga del termine che, quindi, dovrebbe intendersi come perentorio[272].

La previsione di un termine specifico e la natura cogente dell'autorizzazione in discorso impediscono di attribuire all'eventuale silenzio dell'autorità il valore di provvedimento di accoglimento[273]. E ciò, appare del tutto condivisibile, sol che si considerino, da un lato, i molteplici interessi da tutelare – che non potrebbero giustificare autorizzazioni concesse in ragione della mera inerzia dell'ente – e, dall'altro, le diversità fra i vari ordinamenti dell'Unione che potrebbero anche non attribuire tutela giuridica al cd. silenzio-assenso.

Ciò che difetta, tuttavia, in un simile impianto è la possibilità per i richiedenti di provocare la decisione dell'ente, ove siano infruttuosamente decorsi i termini stabiliti dal Regolamento, con la conseguenza che, in siffatte ipotesi, in assenza di un meccanismo di "messa in mora", si finirebbe per frustrare le aspettative del FIA UE o del relativo gestore[274], specie in ragione dell'assenza di un meccanismo che consenta un'estensione del termine da parte della medesima autorità, allorché i termini previsti *ex lege* non siano idonei all'assunzione di una decisione da parte dell'autorità in questione.

Quanto alle modalità di definizione dell'*iter* in discorso, ove l'autorità competente pervenisse alla decisione di negare l'autorizzazione, le conseguenze sarebbero di non poco rilievo, dal momento che il diniego di autorizzazione impedisce la presentazione *ex novo* della domanda presso altra autorità di un diverso Stato dell'Unione. Tale disposizione altro non è che l'altra «faccia della medaglia» del principio dell'*home*

---

[270] Ne consegue che il *dies a quo* di decorrenza del termine per la conclusione della procedura autorizzativa sarà rinviato al momento in cui verrà integrato il contenuto della domanda ove questa, al momento del primo deposito, risulti carente di alcuni elementi indicati dal Regolamento.

[271] V. art. 8, parag. 5, dir. AIFM.

[272] Sia nel caso di esito positivo del procedimento, sia nell'ipotesi di diniego, l'autorità preposta è chiamata a pronunciarsi entro il termine previsto in merito al rilascio dell'autorizzazione comunicando, in caso di rigetto della domanda, le ragioni a supporto della decisione assunta.

[273] Così, LAMBERTI, *op. cit*. 98, con riferimento al termine previsto dalla dir. AIFM in materia di autorizzazione dei GEFIA. V. art. 8, parag. 5, dir. AIFM.

[274] Si è consci che, al momento, tale ipotesi appare peregrina in ragione del numero limitato di ELTIF costituiti. Tuttavia, non può sottacersi che una siffatta evenienza potrebbe comportare un *vulnus* nel sistema. Sarebbe, forse, auspicabile consentire all'autorità di disporre una proroga, sì da evitare che la mancata decisione da parte della stessa entro il termine prestabilito possa cagionare un danno al richiedente senza che questo possa in alcun modo tutelarsi rispetto al silenzio dell'autorità medesima.

country control, inteso – come detto[275] – quale estrinsecazione del cd. mutuo riconoscimento. Se, infatti, la decisione assunta da un'autorità nazionale in punto di autorizzazione dell'ELTIF produce i suoi effetti *ex se* in tutto il territorio dell'Unione, allo stesso modo l'eventuale diniego da parte dell'ente di un Paese membro dell'UE precluderà la possibilità di avanzare ulteriori domande di autorizzazione in altri Stati e ciò, in ragione dell'efficacia intracomunitaria attribuibile al provvedimento reiettivo in virtù del succitato principio del mutuo riconoscimento[276].

3. I meccanismi di vigilanza

Nell'ottica di offrire una disciplina degli ELTIF improntata all'armonizzazione massima tra le legislazioni nazionali[277], il regolatore non può limitarsi a prescrivere disposizioni attinenti unicamente all'autorizzazione, alla struttura o alla composizione del portafoglio dei nuovi fondi di investimenti, ma deve altresì premurarsi che il rispetto di siffatte norme sia adempiuto in maniera adeguata e omogenea nell'intero territorio dell'Unione.

Sulla base di tale presupposto – al pari di altri settori armonizzati dell'ordinamento[278] – il Regolamento dedica un intero capo alla disciplina dei meccanismi di vigilanza che devono operare con riguardo agli ELTIF, descrivendo funzioni, obblighi e poteri gravanti sulle autorità a ciò preposte.

Il ricorso all'espressione idiomatica «meccanismi di vigilanza» pare – secondo chi scrive – confacente alla fattispecie in discorso, dal momento che la funzione di vigilanza

---

[275] V. *supra* parag. 2.

[276] Secondo IOCCA, *I fondi di investimento a lungo termine*, cit., 1357, tale disposizione – in aggiunta a quella di cui all'art. 6, parag. Regolamento – si pone l'obiettivo di risolvere il sorgere di eventuali problemi di coordinamento, incentivando quindi una forte cooperazione tra le autorità nazionali finalizzata all'elaborazione di principi e regole uniformi in relazione al rilascio dell'autorizzazione.

[277] Cfr. VALIANTE, *A single market for capital in Europe: Designing an action plan,* in *Europe's Untapped Capital Markets Union. Rethinking financial integration after the crisis Bruxelles*, 2016, 169 ss., il quale propone un'analisi ragionata finalizzata a fornire un metodo per l'individuazione delle barriere al processo di integrazione del mercato dei capitali.

[278] Ci si riferisce, fra le altre, alla prestazione dei servizi di pagamento, sottoposta a un processo sempre crescente di armonizzazione – avviato con la dir. 2007/64/CE e proseguito con la dir. UE 2015/2366 – anche con riguardo ai profili che attengono alla vigilanza degli istituti deputati alla prestazione dei servizi di pagamento. Sul punto, v., *inter alia*, STANZIALE, *Vigilanz*a, in *La nuova disciplina dei servizi di pagamento: commentario al D.lgs. 2 gennaio 2010, n. 11*, Torino, 2011, 497; SICLARI, *sub* art. 114-*quaterdecies*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, (diretto da) Capriglione, Milano-Padova, 2018, 1822 ss.; sia consentito il rinvio altresì ad AVOLIO, *sub* art. 114-*quaterdecies*, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 699 ss.

disciplinata dal Regolamento si declina in direzioni diverse (dimensione orizzontale) e secondo una struttura multilivello (dimensione verticale).

In particolare, il connotato multilivello scaturisce dalla compresenza, nell'esercizio della funzione di vigilanza, tanto delle autorità nazionali competenti, quanto dell'ESMA alla quale è attribuibile un ruolo sempre più centrale nell'ordinamento europeo. Al contempo, la vigilanza deve eseguirsi in direzioni diverse (sia nei confronti del fondo, sia nei riguardi del suo gestore) in modo continuativo e permanente, dalla fase autorizzativa sino alla fine del ciclo di vita del fondo stesso. Di fatto, come si avrà modo di vedere nel prosieguo[279], il regolatore ripone fiducia nella costruzione di un'architettura composita[280] – e, talvolta, complessa – ritenendola idonea a contenere e a gestire eventuali rischi, nell'ottica di garantire stabilità e integrità del mercato.

3.1. La dimensione verticale della funzione di vigilanza: il ruolo apicale dell'ESMA

Prendendo le mosse dal connotato multilivello della funzione di vigilanza disciplinata dal Regolamento, è opportuno considerare le diverse competenza attribuite agli "attori" chiamati a esercitare tale compito, nonché il meccanismo di cooperazione operante tra gli stessi.

Al vertice della struttura delineata nella disciplina degli ELTIF si pone l'ESMA[281] – acronimo inglese con il quale si indica l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei

[279] V. *infra* parag. 3.1. ss.

[280] Riflette sulla natura composita del sistema di vigilanza europeo CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea,* in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*. *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, marzo 2014, 19.

[281] L'acronimo inglese ESMA sta per *European Securities and Markets Authority*, disciplinata dal regolamento (UE) n. 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 che, fra gli altri, modifica il Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati). Per ragioni di logica esposita e non solo, non si tratterà *funditus* delle funzioni e dei poteri attribuiti in generale a tale Autorità, ma si farà riferimento alle sole attribuzioni dettate dal Regolamento in discorso. In generale, sui poteri dell'ESMA, *ex multis*, v. MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 907 ss.; ID, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: Part 1 rule making*, in *Eur. Business Org. Law Review*, 2011, 41 ss.; ID, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: Part 2 rule in action*, in *Eur. Business Org. Law Review*, 12(2), 177 ss.; SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: lifting the veil on the allocation of powers,* in *Common Market Law Rev*., 2011, 48, 1879 e ss; FERRAN, *Financial supervision, in Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford, 2014, 34; HOWELL, *The evolution of ESMA and direct supervision: are there implication for EU supervisory governance?,* in *Common Market Law Rev*., 2017, 54, 1027; LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'ESMA. Un modello per il futuro*?, in *Giur. comm*., 2016, I, 448 ss.; SPENDZHAROVA, *Becoming a powerful regulator. The European Securities and Markets Authority (ESMA),* in *European financial sector governance, TARN Working Paper*, 2017, 8, 4 ss.; PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, 62 ss.

mercati – alla quale il legislatore europeo attribuisce, in generale, il compito di favorire l'uniforme applicazione delle disposizioni normative che potrebbero essere oggetto di differenti interpretazioni da parte delle singole autorità di vigilanza nazionali, sì da garantire una maggiore coerenza e conformità nell'applicazione del diritto europeo[282].

In tale quadro, si innestano le competenze e i poteri conferiti all'ESMA in relazione agli ELTIF, essendo quest'ultima anzitutto destinataria – da parte delle autorità nazionali competenti – di informative trimestrali concernenti il rilascio o il ritiro[283] delle autorizzazioni concesse ai sensi del Regolamento in discorso. Tali comunicazioni sono finalizzate a permettere all'ESMA di aggiornare il registro pubblico che essa deve tenere e nel quale, ai sensi dell'art. 3, parag. 3, Regolamento, devono essere iscritti i fondi autorizzati, i relativi gestori e gli enti nazionali chiamati a svolgere la funzione di vigilanza a livello statale[284].

Il ruolo dell'ESMA non è, tuttavia, riducibile a quello di un mero "conservatore di un registro", al contrario, è ascritta alla stessa la funzione di elaborare *draft regulatory technical standards*[285] da presentare alla Commissione europea e concernenti, fra le altre,

---

[282] In particolare, l'art. 1, parag. 5, Regolamento (UE) n. 1095/2010 – come modificato dall'art. 3 regolamento (UE) n. 2019/2175 – attribuisce all'ESMA il compito di: *i*) migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; *ii*) garantire l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; *iii*) rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; *iv*) impedire l'arbitraggio regolamentare e promuovere pari condizioni di concorrenza; *v*) assicurare che il rischio di investimento e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza; *vi*) aumentare la protezione dei clienti e degli investitori; *vii*) rafforzare la convergenza in materia di vigilanza nel mercato interno.

[283] Si rileva che nessuna specifica indicazione è fornita dal legislatore europeo con riguardo alle ipotesi che possano giustificare l'eventuale «ritiro dell'autorizzazione». In assenza di specificazione, dovrebbe trovare applicazione la disciplina di cui all'art. 11 dir. AIFM relativa alle ipotesi di revoca dell'autorizzazione del GEFIA.

[284] A parere di chi scrive, all'iscrizione dell'ELTIF nel registro suddetto non è da attribuire un'efficacia di pubblicità costitutiva essendo sufficiente, affinché il fondo possa operare nel mercato, che sia rilasciata l'autorizzazione da parte dell'autorità competente. E ciò pare coerente con la lettera della disposizione che nulla dice in merito alla natura dell'iscrizione, prevedendo al contrario che l'informativa sulle autorizzazioni rilasciate o revocate avvenga periodicamente e non in concomitanza alla concessione – o al ritiro – delle stesse. Tale meccanismo, tuttavia, potrebbe compromettere la tutela degli investitori che, consultando il registro, non avrebbero una "fotografia in tempo reale" dei prodotti effettivamente operanti nel mercato.

[285] V. *Considerando* n. 50, Regolamento. ESMA, *Final Report*, 10 dicembre 2019. Invero, l'attività dell'autorità in questione – al pari dell'EBA e dell'EIOPA – è sempre più centrale nel panorama della regolamentazione del mercato, stante la profusione costante di linee-guida, orientamenti, pareri e Q&A la cui qualificazioni in termini di *soft law* si scontra, in qualche misura, con la portata tendenzialmente vincolane di taluni di essi. Riflette in generale sui limiti e sulla legittimità del processo di "*agentification*", SCHOLTEN, VAN RIJSBERGEN, *The Limits of Agencification in the European Union,* in *German Law Journal*, 2014, vol. 15, 1223 ss. Sul punto, cfr. anche ANNUNZIATA, LAMANDINI, «*Questo è un nodo avviluppato»: divagazioni sulla regolamentazione del mercato finanziario*, in *Il sistema finanziario europeo. Cosa regolare, come regolare, chi deve regolare*, (a cura di) Cesarini, Beccalli, Bologna, 2021, 108 s., secondo cui se, per un verso, la *soft law* risulta utile ai fini dell'applicazione della disciplina finanziaria comunitaria, per altro verso, essa riflette una "«hybris» autopoietica" che rischia di comprimere oltremisura i necessari spazi di autoregolamentazione.

indicazioni in merito alla coerenza del ciclo di vita del fondo rispetto alle attività in cui il fondo ha investito, nonché alle modalità di espletamento della liquidazione del fondo[286]. Si tratta, invero, di attribuzioni non trascurabili, poiché volte a conferire maggiore "significato" a disposizioni regolamentari generiche e, talvolta, sommarie che necessitano, ai fini di una corretta e omogenea attuazione, di un più elevato grado di dettaglio.

Al contempo, in forza del rinvio che l'art. 34 Regolamento fa alla dir. AIFM con riferimento ai poteri attribuiti da quest'ultima all'ESMA, l'autorità europea dispone del potere di chiedere alle autorità nazionali competenti l'adozione di misure volte a vietare o limitare l'operatività degli ELTIF, qualora sussistano circostanze che possano mettere a rischio il corretto funzionamento e l'integrità del mercato finanziario o la stabilità di tutto o parte del sistema finanziario dell'Unione con implicazioni transfrontaliere[287]. E ciò, del resto, appare coerente con quanto previsto dall'art. 35, parag. 4, Regolamento che, nell'ambito della necessaria cooperazione che deve sussistere tra le autorità nazionali e l'ESMA, impone un costante flusso informativo e documentale tra le stesse, finalizzato altresì all'individuazione di eventuali violazioni e conseguenti rimedi che possano arginare il *vulnus* causato dalla violazione delle disposizioni regolamentari.

Ne consegue che, alla luce di quanto sinora esposto, viene confermata anche nell'ambito del Regolamento la duplice veste attribuita all'ESMA, di *regulator* e *supervisor*, risultato di una progressiva e costante estensione del perimetro dei poteri conferiti all'autorità europea[288].

---

[286] Questioni che saranno rispettivamente oggetto di analisi nel prosieguo *sub* cap. II, parag. 4 e cap. III, parag. 2.

[287] V. art. 47, dir. AIFM.

[288] L'ampliamento delle competenze attribuite all'ESMA ha ricevuto una significativa spinta in avanti a seguito della controversia Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, nota come caso *shortselling* (Corte di Giustizia, 22 gennaio 2014, C-270/12, con commento, *inter alia*, di LO SCHIAVO, *A Judicial Re-thinking on the Delegation of Powers to European Agencies un EU Law? Comment on Case C-270/12 UK v. Council and Parliament,* in *German Law Journal*, 2015, 16, 315; ALBERTI, *Delegation of powers to EU agencies after the short selling ruling*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2015, 2, 451 ss.; SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'Ue. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in *Nomos*, 2016; DE BELLIS, *I poteri di interventi dell'Esma sulle vendite allo scopoerto*, in *Giorn. Dir. Amm*., 2014, 692) la quale, per un verso, ha confermato l'idoneità dell'art. 114 TFUE a fungere da base giuridica per attribuire a un organismo dell'Unione il potere di adottare «misure applicabili in tutta l'Unione, che possono eventualmente presentare la forma di decisioni indirizzate a taluni attori dei suddetti mercati» e, per altro verso, ha evidenziato come il quadro istituzionale stabilito dal TFUE (in particolare, dagli artt. 263 e 277 TFUE) ammetta la possibilità che gli organi e gli organismi dell'Unione adottino atti di portata generale. Peraltro, il caso *shortselling* ha dato modo ai Giudici lussemburghesi di fornire una "rilettura" delle note dottrine «Meroni» (Corte di Giustizia, 13 giugno 1958, *Meroni & Co. c. Alta Autorità*, C-10/56) e «Romano» (Corte di Giustizia, 14 maggio 1981, *Romano*, C-98/80) in linea con le intenzioni del legislatore comunitario di attribuire poteri vincolanti di carattere decisorio ad autorità non contemplate

3.2. La dimensione orizzontale della funzione di vigilanza: i poteri delle autorità nazionali

Nel disciplinare la funzione di vigilanza sugli ELTIF, il legislatore europeo ha dovuto tenere in considerazione la necessità di garantire il pieno rispetto delle prescrizioni regolamentari tanto da parte del fondo, quanto da parte del suo gestore. In ragione di ciò, la dimensione orizzontale della vigilanza presuppone un riparto di competenze tra autorità *home* del gestore e del fondo, nell'ipotesi in cui queste non coincidano[289].

Tuttavia, a ben vedere, il quadro che emerge dal Regolamento – in punto di distribuzione di funzioni – è tutto fuorché chiaro, dal momento che gli ambiti di vigilanza spesso coincidono, rischiando di determinare l'insorgere di conflitti[290]. Infatti, se all'autorità nazionale dell'ELTIF è conferito il compito di vigilare sul rispetto degli obblighi prescritti dal Regolamento, nonché sulla conformità dei documenti del fondo e del prospetto per la commercializzazione delle quote alle disposizioni regolamentari, all'autorità competente per il gestore dell'ELTIF è attribuita la funzione di vigilanza sull'adeguatezza dei meccanismi e dell'organizzazione predisposti dal gestore per conformarsi agli obblighi sanciti dal Regolamento[291].

La contiguità dell'oggetto della vigilanza – che, in entrambi i casi, attiene alla verifica del rispetto degli obblighi normativi – è perspicua e rischia di comportare una sovrapposizione di funzioni, riducendo lo spettro della vigilanza da multidirezionale a monodirezionale[292]. Sorge quindi il dubbio di quale sia il confine tra le competenze dell'una e dell'altra autorità e se, in concreto, sia segregabile l'ambito di vigilanza attribuibile all'autorità del gestore e all'autorità del fondo[293], fermo restando che il controllo prescritto dal Regolamento si aggiunge alla vigilanza cui sono sottoposti i

---

ab origine dal Trattato. Per un commento sul punto, v., *ex multis*, CHAMON, *EU Agencies between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea,* in *Common Law Rev*., 2011, 1059 e ss; SIMONCINI, *The Erosion of the Meroni Doctrine: The Case of the European Aviation Safety Agency,* in *European Public Law*, 2015, 309 ss.

[289] In ciò si ravvisano punti di contatto rispetto al quadro regolamentare fornito dalla dir. UCTIS IV, nel quale il legislatore comunitario delimita le reciproche competenze, nell'intento di assicurare una significativa cooperazione tra autorità nazionali competenti per il prodotto e per il gestore (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4); riparto che, per converso, diventa di ancor più complessa "lettura" nell'ambito della dir. AIFM, nella quale difetta una specificazione delle competenze attribuite all'autorità *home* del gestore e a quella del prodotto, escluso dalla regolamentazione in questione; cfr. ZUCCHELLI, *L'operatività transfrontaliera del gestore,* cit., 231.

[290] V. anche ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 6.

[291] Art. 32, parag. 2, 3 e 4, Regolamento.

[292] Cfr. ZUCCHELLI, *L'operatività transfrontaliera del gestore,* cit., 235.

[293] Nel riparto delle competenze è attribuita alle autorità nazionali – siano esse competenti per l'ELTIF o per il gestore – il compito di verificare che i fondi che fruiscono della denominazione di ELTIF siano unicamente quelli che sono stati autorizzati ai sensi del Regolamento in discorso.

gestori dell'ELTIF quali GEFIA UE[294]. Il rischio di sovrapposizioni delle funzioni di vigilanza si acuisce se si considera che ciascuna autorità di vigilanza potrebbe interpretare in modo più o meno esteso le funzioni che le sono attribuite da parte del Regolamento, con la conseguenza che potrebbero riscontrarsi ipotesi sia di inefficiente duplicazione dei controlli, sia di pericolose carenze nella vigilanza.

Quanto ai poteri di cui dispongono le autorità[295]– ciascuna nell'ambito delle proprie competenze – il legislatore europeo non li definisce in modo dettagliato, limitandosi a utilizzare formule generiche – «tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle loro funzioni a norma del presente regolamento»[296] – che *ex se* non danno la misura dell'ampiezza delle facoltà a esse attribuite. A integrazione delle disposizioni *ex* art. 33 Regolamento interviene la dir. AIFM – cui il Regolamento fa anche in questo caso rinvio – la cui disciplina sarà applicabile altresì alle autorità preposte alla vigilanza sugli ELTIF e sui rispettivi gestori. Dal combinato disposto degli artt. 33 Regolamento e 46 dir. AIFM emerge quindi che gli enti nazionali sono datati di poteri di vigilanza ispettiva, oltre che informativa[297], nonché di poteri repressivo-sanzionatori individuati mediante il rinvio alla predetta direttiva. A ciò si aggiunge la previsione di un potere interdittivo *ad hoc* azionabile nel caso di abusivo utilizzo del *label* «ELTIF» (o «Fondo europeo di investimento a lungo termine») e ciò sempre allo scopo di tutelare il legittimo affidamento degli investitori, nonché la concorrenzialità tra i *players* del mercato[298].

3.2.1. (segue)… l'adeguamento dell'ordinamento italiano

Come sopra rilevato[299], il margine di attuazione lasciato dal Regolamento ai legislatori nazionali è alquanto limitato e, *in nuce*, si riduce all'individuazione delle autorità domestiche preposte all'esercizio della funzione *de qua*. In ragione di ciò, le modifiche

[294] V. art. 46, dir. AIFM.

[295] Ai poteri connessi all'esercizio della funzione di vigilanza si aggiungono quelli relativi al potere autorizzativo di cui dispongono le singole autorità nazionali competenti. Sul punto, v. *supra* parag. 2 ss.

[296] V. art. 33, parag.1, Regolamento.

[297] I poteri di cui dispongono le autorità nazionali sono individuati secondo una sorta di climax ascendente – poiché ordinati sulla base della loro crescente intensità – e si estendono dalla mera richiesta di informazioni, all'accesso in via diretta o mediante richiesta di copia alla documentazione, alla possibilità di effettuare ispezioni, sino all'eventuale richiesta di cessazione dell'attività, interdizione temporanea, nonché audizione dell'autorità giudiziarie ai fini dell'esercizio dell'azione penale.

[298] V. MALUZZANI, *sub* art. 188, cit., 1333, il quale individua una finalità di tutela diretta – che riguarda gli investitori e il mercato mobiliare – nonché una indiretta di protezione degli enti che operano nel mercato e della loro professionalità. Sul punto, v. anche VOLPE, *sub* art. 188, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa, Capriglione, Padova, 1998, 1709.

[299] V. *supra* parag. 3.

apportate al t.u.f. in conseguenza dell'emanazione del Regolamento sono meramente ricognitive di una disciplina *ex se* direttamente applicabile.

L'art. 4 *quinquies*.1. t.u.f. – introdotto *ex novo* dal d.lgs. 15 dicembre 2017, n. 233 in esecuzione delle disposizioni regolamentari europee – identifica, quali autorità nazionali preposte alla vigilanza, la Banca d'Italia e la Consob. Data l'ampiezza delle funzioni, il regolatore nazionale – nel pieno rispetto dei ruoli già attribuiti in ambito domestico[300] – delimita le competenze di ciascuna autorità, utilizzando di sovente la tecnica normativa del rinvio al Regolamento.

In particolare, alla Banca d'Italia è conferito il potere autorizzativo *ex* art. 5 Regolamento[301], nonché il compito di autorizzare, ai sensi dell'art. 17, parag. 1, Regolamento, la proroga del termine entro cui il fondo dovrebbe soddisfare la soglia minima di impiego del proprio capitale in investimenti ammissibili[302].

Con riguardo alla prima delle competenze spettanti alla Banca d'Italia, non v'è dubbio che il suo potere riguardi sia l'autorizzazione all'istituzione dell'ELTIF *ex* art. 5, parag. 1, Regolamento, sia l'autorizzazione alla gestione dell'ELTIF di cui all'art. 5, parag. 2, Regolamento e ciò, nonostante il comma 2 dell'articolo succitato faccia unicamente riferimento all'autorizzazione alla gestione, omettendo – "superficialmente"[303] – ogni riferimento all'ipotesi di autorizzazione come fondo europeo.

Alla Banca d'Italia spetta, inoltre, il compito di approvare il regolamento del fondo, indipendentemente dalla natura professionale o *retail* degli investitori coinvolti. Tale previsione – del tutto coerente con il tenore del Regolamento – evidenzia, tuttavia, una diversità tra la disciplina degli ELTIF e quella di carattere generale dei fondi comuni di investimento – per i quali l'art. 37, comma 4, t.u.f. prevede l'approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia solo ove si tratti di fondi diversi da FIA

---

[300] Sul punto v. ANNUNZIATA, *sub* art. 5, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 87 ss.; BROZZETTI, *Una breve riflessione sul riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob in materia di vigilanza consolidata dopo il recepimento della MiFID,* in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 421 ss.; mentre, per un commento all'originario testo dell'art. 5 t.u.f., cfr. BIANCHI, *sub* art. 5, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 63 ss. Si tratta di un riparto di competenze, definito come "funzionale", in quanto coerente con la finalità perseguita da ciascuna autorità, così come anzitempo conformato dalla Legge sui fondi mobiliari (cfr. MARCHETTI, *In tema di controlli sui fondi comuni,* in *Riv. soc.,* 1983, 504 ss.; v. anche *supra* parte I, cap. I, parag. 2).

[301] Spetta alla Banca d'Italia altresì il compito di iscrivere i gestori autorizzati in una specifica sezione degli albi di cui agli artt. 35 e 35-*ter* t.u.f. Sul punto, v. MULAS, *sub* art. 4-*quinquies*.1, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 73.

[302] V. *infra* parag. 4.2.

[303] Non si rinvengono ragioni che possano fondare l'idea che tale "svista" sia volontaria o sintomo di un qualche "libertà" legislativa che, invero, non può dirsi ammissibile in attuazione di un regolamento europeo. Così anche IOCCA, *I fondi di investimento a lungo termine*, cit.,1355.

riservati[304] – diversità che pare giustificata dalla specificità e dalla portata – potenzialmente intracomunitaria – degli interessi coinvolti nella commercializzazione di un ELTIF.

Rispetto alle prescrizioni comunitarie, l'art. 4 *quinquies*.1, comma 2, t.u.f., nell'attribuire il potere autorizzativo alla Banca d'Italia, aggiunge un ulteriore "tassello" all'*iter*, prevedendo che, nell'ipotesi in cui l'autorizzazione riguardi un gestore che per la prima volta istituisce un ELTIF, la Banca d'Italia, ai fini del rilascio dell'autorizzazione, debba prima consultare la Consob in merito ai profili che attengono alle informazioni che il fondo deve mettere a disposizione degli investitori[305].

Tuttavia, le funzioni attribuite a quest'ultima non si riducono a meri poteri consultivi ma, al contrario, concernono la vigilanza nella fase della commercializzazione delle quote dei fondi dalla quale scaturiscono – come si rileverà nel prosieguo della trattazione[306] – specifici obblighi di notificazione. In particolare, ai sensi dell'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f., la Consob è destinataria, da parte del gestore del fondo, di notifiche relative alla commercializzazione di quote o di azioni dell'ELTIF italiani, sia nell'ipotesi in cui questa avvenga nell'ordinamento nazionale, sia nel caso in cui riguardi mercati di Stati dell'Unione diversi dall'Italia, nonché di ulteriori notifiche da parte dell'autorità *home* del gestore dell'ELTIF per la commercializzazione delle quote o delle azioni del fondo in Italia. In linea con tali prescrizioni, si pone l'ulteriore compito attribuito alla Consob, ovvero quello di ricevere, ai sensi dell'art. 24, parag. 1, il prospetto informativo messo a disposizione degli investitori, sì da consentire a questi ultimi di agire in modo consapevole, tenuto conto della particolare natura dell'ELTIF[307].

In ultimo, alle funzioni sopra descritte si aggiunge l'aggiornamento periodico che la Consob deve all'ESMA in relazione alle autorizzazioni rilasciate o ritirate in applicazione delle prescrizioni regolamentari. Invero, sarebbe stato più coerente con il riparto di competenze operato dal legislatore nazionale attribuire alla Banca d'Italia il compito di "dialogare" con l'ESMA – ai sensi dell'art. 3, parag. 3, Regolamento – dal momento che è la Banca d'Italia l'ente preposto, a livello domestico, all'autorizzazione degli ELTIF e

[304] Si rileva che, rispetto alla disciplina autorizzativa descritta *supra* (*sub* parag. 2.1), nell'ordinamento nazionale si ritiene approvato il regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia nell'ipotesi in cui non sia pervenuto un provvedimento di diniego entro il termine dalla stessa stabilito preventivamente. Sul punto, v. RENZULLI, TUCCI, *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, (a cura di) Lener, Torino, 2011,., 333; COPPOLA, *sub* art. 37, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 271.

[305] V. art. 5, parag. 1, lett. d), Regolamento.

[306] Con riferimento al contenuto di tali notifiche, si v. *infra* cap. II, parag. 2.1.2.

[307] Per questioni di logica espositiva, il tema sarà affrontato nel prosieguo *sub* cap. II, parag. 2.2.1.

dei suoi gestori, essendo rimessa alla Consob una mera funzione consultiva nell'ipotesi in cui si tratti di istituire, per la prima volta, un ELTIF.

3.3. …un quadro *in fieri*?

Quanto sinora esposto rappresenta il "fotogramma" degli attuali meccanismi di vigilanza come definiti dal Regolamento e, in esecuzione di questo, dal legislatore nazionale.

Tuttavia, pare doveroso ricordare – seppure *in limine* e per quanto rileva ai fini della trattazione in discorso – la proposta di modifica del Sistema europeo di vigilanza finanziaria[308] presentata dalla Commissione europea nel settembre del 2017[309].

Oltre a ridefinire gli assetti organizzativi delle tre Autorità europee di vigilanza finanziaria (EBA, EIOPA ed ESMA), la proposta in discorso mirava altresì a modificare il riparto delle competenze tra autorità nazionali preposte alla vigilanza e l'ESMA, con l'intento di allocare maggiori funzioni in favore di quest'ultima riducendo, per converso, le attribuzioni degli enti dei Paesi membri. Negli intenti della Commissione il trasferimento di funzione in favore dell'ESMA era volto a modificare, *inter alia*, i meccanismi di vigilanza e autorizzativi sinora descritti con riferimento agli ELTIF con conseguente contrazione dei poteri attribuiti alle autorità nazionali[310].

---

[308] Noto con l'acronimo SEVIF e divenuto operativo a seguito delle raccomandazioni della relazione del gruppo di esperti *de Larosière*, tale sistema è composto dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), dalle tre autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA e EIOPA) e dalle autorità di vigilanza nazionali. Si tratta di un sistema plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali il cui compito è quello di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme nell'interno territorio dell'Unione. Sul punto, v. CAPRIGLIONE, *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale,* in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Capriglione, Padova, 2019, 83 ss.

[309] Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital*, il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, il regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, il regolamento (UE) 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e il regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato [Bruxelles, 20.9.2017 COM(2017) 536 final 2017/0230 (COD)].

[310] In sintesi, le proposte di modifica avrebbero riguardato i poteri di autorizzazione *ex* art. 5 Regolamento e di vigilanza su base continua ai sensi dell'art. 32 Regolamento, attribuendo all'ESMA ampi poteri in materia di indagine e ispezione. Ove la proposta fosse stata accolta, l'ESMA sarebbe stata tenuta, ai fini del rilascio delle autorizzazioni, a conoscere i diritti nazionali di recepimento della dir. AIFM la quale trova applicazione in relazione all'autorizzazione alla gestione di un ELTIF. Per quanto concerne, invece, l'esercizio dei poteri di indagine, la proposta prevedeva un coinvolgimento delle autorità nazionali,

L'ambizioso progetto di riforma è stato oggetto di emendamenti da parte del Parlamento europeo, con la conseguenza che il regolamento approvato all'esito della procedura legislativa – pur riformando i regolamenti istitutivi delle tre autorità – non reca modifiche alla disciplina degli ELTIF, come invece doveva avvenire negli intenti della Commissione[311].

Tuttavia, pur consci che l'ottica del "ciò sarebbe stato" non può essere dirimente nell'analisi del dato normativo, non può sottacersi come le proposte avanzate – ma, poi, non accolte – si pongano nel solco delle riforme poste in essere dall'Unione allo scopo di accelerare l'integrazione dei mercati verso la realizzazione della *Capital Markets Union*. Sebbene, quindi, la disciplina degli ELTIF non sia stata intaccata dal nuovo regolamento, non può escludersi che l'originaria proposta della Commissione – che involgeva nelle modifiche anche la vigilanza sugli ELTIF – rappresenti il nuovo *trend* cui tendono le istituzioni europee che, seppure a "piccoli passi", si stanno progressivamente dirigendo verso una sempre più permeante centralizzazione dei poteri in capo a organismi sovranazionali, che – prima o poi – imporrà un ripensamento degli attuali meccanismi di vigilanza disciplinati dal Regolamento[312].

---

chiamate a emettere un parere vincolate (solo ove negativo) ai fini dell'avvio dell'attività ispettiva da parte dell'ESMA. In generale, per una disamina delle modifiche proposte dalla Commissione, v. SANTORO, *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?*, in *Banca impresa e soc*., 2018, 193 ss.; MAGLIARI, *La proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi,* in *Riv. Ital. dir. pubbl. comunitario*, 2018, 410 ss.

[311] Come già ricordato (v. *supra* parag. 3.1.), si tratta del Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi. Sul punto, v. SIMONCINI, *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della* European Securities and Markets Authority *(ESMA)*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2020, 1540 ss. Critico su una soluzione di compromesso che sottraeva all'ESMA la vigilanza sugli EuSEF, EuVECA ed ELTIF, è LAMANDINI, D'AMBROSIO, *Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)*, in *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti al convegno Banca d'Italia – Consob*, 6 novembre 2018, 124, secondo cui è da preferirsi l'accentramento della competenza di vigilanza presso l'autorità centrale europea, che potrebbe semmai essere compensato «da appropriate formule organizzative di delega di esercizio dei poteri, che valorizzino al massimo possibile i benefici insiti nel modello "hub and spoke" (essenzialmente efficienze da specializzazione e da "aggregazione" di risorse)».

[312] Invero, il raggiungimento di un simile obiettivo impone un non semplice compromesso tra esigenze centripete di matrice comunitaria – tese ad accrescere in capo alle istituzioni europee i poteri regolatori e di vigilanza – e, per converso, quelle centrifughe degli Stati membri, fermi nell'affermazione di propri spazi di regolamentazione al di fuori del perimetro di intervento dell'Unione.

4. Gli investimenti "vincolati" dell'ELTIF: *ratio legis*

Il quadro regolamentare sinora descritto rappresenta la cornice di riferimento entro cui si colloca la disciplina sostanziale dell'ELTIF, ovvero quella che attiene al profilo del prodotto. Diversamente dalla dir. AIFM e più in linea con la dir. UCITS IV[313], il Regolamento detta una serie di disposizioni minuziose concernenti la tipologia di attività in cui l'ELTIF può investire, nonché i limiti a esso imposti nel rispetto delle finalità sottese alla disciplina *de qua*.

Come si è avuto modo di rilevare, la scelta tipologica degli investimenti effettuabili da parte del fondo in discorso è coerente con la natura europea e di lungo termine dell'ELTIF i cui investimenti devono assurgere a canale di finanziamento alternativo a quello tradizionale bancario, contribuendo così a sostenere la crescita dell'economia dell'Unione.

Se, da un lato, la natura "vincolata" degli investimenti operabili da parte dell'ELTIF – sotto il profilo sia qualitativo sia quantitativo – permette di convogliare i flussi di capitale verso specifici settori dell'economia europea che necessitano di capitali pazienti, dall'altro, l'imposizione di rigide politiche di investimento potrebbe minare il "successo" dei fondi di investimento europei con il rischio di compromettere la realizzazione degli obiettivi prefissati.

Appare quindi imprescindibile porre l'attenzione sulle disposizioni concernenti gli investimenti ammissibili e i relativi divieti, nonché su quelle che riguardano la composizione e la diversificazione del portafoglio dell'ELTIF e ciò al fine di cogliere i precipui tratti fisiognomici del prodotto e, di conseguenza, comprendere se siffatti connotati – in aggiunta a quelli sinora esaminati – siano tali individuare una nuova categoria di organismo di investimento.

[313] La dir. UCTIS IV, infatti, al pari del Regolamento, ammette la negoziazione anche tra gli investitori *retail*, circostanza che, secondo BARATTELLI, *op. cit*., 33, giustifica la «granularità» delle norme dettate in tema di politiche di investimento. Sul punto, v. MOLONEY, *Eu securities*, cit., 316, il quale rileva come «*the proposal follows the tried and tested UCTIS model for retail market fund regulation and so is primarily concerned with asset-allocation rules*».

4.1. La natura *eligible* degli investimenti

Nel perseguire gli obiettivi sanciti dall'art. 1, parag. 2, Regolamento, il legislatore europeo individua in modo tassativo[314] le categorie di attività nei confronti delle quali possono essere effettuati investimenti che, considerata loro natura illiquida e di lungo periodo, assumeranno quindi la qualifica di *eligible*. Non può quindi ritenersi tale una qualunque attività – che pure rispetti i suddetti connotati – ma solo quelle elencate nel Regolamento, poiché considerate *ex lege* idonee al raggiungimento dello scopo prefissato. Nello specifico, gli investimenti del fondo *de quo* possono riguardare le attività di investimento ammissibili *ex* art. 10 Regolamento e gli *asset class* qualificati come *eligible* ai sensi dell'art. 50, parag. 1, dir. UCTIS IV[315].

Con riferimento a tale seconda categoria di investimenti ammissibili, si è rilevato come l'ampio novero degli strumenti finanziari in cui è possibile impegnare il patrimonio di un fondo armonizzato frustrerebbe l'imposizione dei limiti indicati dal Regolamento vanificando, di conseguenza, gli intenti dichiarati[316]. Seppure *prima facie* tale rilievo pare condivisibile, non può non considerarsi come la possibilità per il fondo di investire nella variegata categoria dei beni-*target ex* art. 50, parag. 1, dir. UCTIS IV, sia limitata dall'art. 13 Regolamento che impone all'ELTIF di investire i propri capitali su specifiche attività che non includono le classi di valori mobiliari indicate dalla direttiva sugli o.i.c.v.m. Siffatti investimenti, infatti, non rappresentano l'oggetto principale dell'impegno del capitale dell'ELTIF, al contrario, esso sarà tenuto a investire – per la maggior parte – i propri capitali in quelle attività che, ai sensi dell'art. 10 Regolamento, sono definite ammissibili.

---

[314] La natura tassativa delle attività in cui l'ELTIF può investire il suo capitale si desume – secondo chi scrive – dalla lettera del Regolamento in discorso, il quale non sembra lasciare al veicolo la possibilità di effettuare investimenti diversi rispetto a quelli individuati dall'art. 9 Regolamento.

[315] Oltre all'investimento in valori mobiliari, la direttiva consente l'impegno del capitale degli o.i.c.v.m. in strumenti del mercato monetario, quote di o.i.c.v.m. o di altri organismi di investimento collettivo, depositi bancari e derivati, nei limiti indicati dall'art. 50 della dir. UCTIS IV. La disposizione richiamata ha una natura delimitativa, in quanto volta a individuare il novero di beni in cui può essere investito il capitale del fondo UCTIS. La formulazione utilizzata – nella sua traduzione italiana – potrebbe non apparire chiara («gli investimenti di un OICVM devono comprendere uno o più dei seguenti beni [..]»); tuttavia, il secondo comma della suddetta norma ne definisce la portata vincolante, come rilevato da CIAN, *op. cit.*, 298. Per ragioni di logica espositiva e non solo, sul punto, si rinvia, per un'analisi sulle politiche di investimento dei fondi UCTIS, a BARATTELLI, *op. cit*., 21; MOLONEY, *Eu securities*, cit., 224 ss. Per un'evoluzione della disciplina *de qua*, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.

[316] Così STEFANIN, MATTIOLI, *Le novità del decreto di adeguamento*, cit., 2.

Peraltro, la definizione di «attività di investimento ammissibili» ha una natura delimitativa e tassativa, poiché impone una rigorosa perimetrazione degli attivi considerati *elegible* nel *framework* normativo dell'ELTIF[317].

rispetto ai quali emerge *ictu oculi* la centrale rilevanza della nozione di impresa di portafoglio ammissibile – destinataria in concreto della maggior parte degli investimenti di capitale da parte di un ELTIF – nonché, l'apertura da parte della regolamentazione europea verso investimenti in attività reali, in luogo delle tradizionali forme di impiego dei capitali in strumenti finanziari[318].

Con riguardo al soggetto verso cui possono essere convogliati i capitali dell'ELTIF, il legislatore europeo adotta un approccio restrittivo, ma coerente con l'intero *corpus* normativo e con le finalità sottese alla disciplina, volgendo l'attenzione principalmente alle PMI che, per la loro ontologica difficoltà a reperire capitali alternativi al tradizionale *leverage* bancario, rappresentano il terreno di elezione degli investimenti dell'ELTIF[319]. Tuttavia, ai sensi dell'art. 10 Regolamento, la natura di «*qualifing portfolio*» non è attribuita alle sole imprese – diverse da o.i.c.v.m. e dalle imprese finanziarie[320] – non ammesse alla quotazione, ma altresì alle imprese che, pure ammesse alla negoziazione, non eccedano il limite dimensionale individuato nella capitalizzazione non superiore a cinquecento milioni di euro poiché, pur operando nei mercati, possono necessitare, in ragione delle contenute dimensioni, di maggior supporto finanziario[321].

---

[317] Si tratta nello specifico di: *i*) strumenti di *equity*, quasi-*equity* [ne dà una definizione l'art. 2, nn. 4) e 5), Regolamento] o di debito emessi da un'impresa di portafoglio ammissibile [v. art. 10, parag. 1, lett. a)]; *ii*) prestiti erogati dall'ELTIF in favore di un'impresa di portafoglio ammissibile, purché la durata non sia superiore al ciclo di vita del fondo; *iii*) azioni o quote di altri ELTIF, di EuSEF o di EuVECA; *iv*) investimenti in attività reali – in via diretta o indiretta – per un valore minino prestabilito dal Regolamento. Ora, con riguardo alla possibilità per l'ELTIF di investire in altri ELTIF, oppure in fondi per il *ventur capital* o per l'imprenditoria sociale, il carattere *elegible* si desume *ex se* dall'omogeneità di interessi e di finalità che accomunano gli ELTIF alle altre due tipologie di fondi europei. Sul punto, la proposta che l'ESMA ha avanzato alla Commissione europea riguarda la possibilità di ampliare il *range* di investimenti possibili in altri fondi e ciò in quanto – come si legge in ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 4 – «*a) these funds invest in the same or similar asset universe as compared to ELTIFs and b) similar investment restrictions as in the case of ELTIFs are applied (elegible asset, diversification, leverage limits for example) would ensure the underlying funds have the same risk profile as ELTIFs. This would extend the investment base and offer an exposure to a wide variety of assets*».

[318] Così, BARATTELLI, *op. cit*., 31.

[319] Così CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 405.

[320] L'art. 10, parag. 2, Regolamento ammette che un'impresa finanziaria possa essere considerata un'impresa di portafoglio ammissibile nella sola ipotesi in cui si tratti di un soggetto che finanzia unicamente le imprese di portafoglio ammissibili individuate dal parag. 1 del medesimo articolo, oppure nel diverso caso in cui concede credito in favore delle attività reali di cui all'articolo 10, lettera e), Regolamento.

[321] Tale soglia di capitalizzazione dovrebbe, secondo ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 5, essere aumentata a un miliardo di euro al fine di coinvolgere negli investimenti dell'ELTIF una platea di soggetti più ampia che necessita di capitali pazienti e alternativi rispetto ai finanziamenti bancari. Si rileva, tra

Al contempo, il legislatore ammette che l'impresa di portafoglio ammissibile possa essere insediata, oltre che in uno Stato membro dell'Unione, anche in un Paese extraeuropeo, purché questo rispetti determinati requisiti che consentano un monitoraggio adeguato e costante sotto il profilo fiscale[322]. Il riferimento a imprese extraeuropee – qualificabili come imprese di portafoglio ammissibile – non tradisce la *ratio legis*, poiché il legislatore ritiene profittevole e vantaggioso per l'economia europea l'investimento in favore di imprese che, seppure non localizzate nel territorio dell'UE, partecipino a progetti infrastrutturali europei, contribuendo così allo sviluppo dell'economia reale dell'Unione. Tale obiettivo viene perseguito ammettendo che il fondo possa investire – in via diretta o indiretta – nella realizzazione di «attività reali» che, in forza della definizione fornita dall'art. 2, n. 6, Regolamento, abbiano un valore economicamente valutabile e siano in grado di generare flussi di cassa prevedibili[323], compresi investimenti in attività che realizzano un beneficio economico o sociale, nonché immobili commerciali o residenziali, purché parte di un progetto di lungo termine che si ponga nel solco dell'obiettivo di crescita intelligente, inclusiva e sostenibile dell'economia europea. Il riferimento all'investimento in attività reali risponde *in toto* alla scelta del legislatore europeo di selezionare gli investimenti operabili da parte dell'ELTIF seguendo sempre – quale *driver* di riferimento – l'orizzonte di lungo periodo che, nel costituire il *discrimen*

---

l'altro, come nella prima proposta di regolamento avanzata dalla Commissione europea erano escluse dalla qualificazione di «impresa di portafoglio ammissibile» qualunque tipo di impresa ammessa alla negoziazione in mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, senza deroga alcuna (v. COMMISSIONE EUROPEA, *sub* art. 10, *Proposta di regolamento,* cit.). L'approccio del legislatore comunitario è, tuttavia, mutato a seguito della risoluzione adottata dalla 6° Commissione permanente del Senato della Repubblica, la quale rilevava la necessità di estendere gli "orizzonti" di investimento dell'ELTIF in favore di piccole e medie imprese, sì da ottenere un finanziamento stabile e duraturo; in tale prospettiva, quindi, la Commissione del Senato proponeva di rivedere la proposta nel senso di consentire «agli ELTIF di poter veicolare le proprie risorse anche in piccole e medie imprese quotate, introducendo un limite massimo di capitalizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento o altre previsioni in grado di consentire il finanziamento di tali tipologie di impresa» (V. SENATO DELLA REPUBBLICA, *Risoluzione della 6° Commissione permanente (finanza e tesoro)*, 13 febbraio 2014, 4).

[322] Ciò che si vuole scongiurare è che l'impresa destinataria degli investimenti del fondo sia localizzata in Paesi ad altro rischio di riciclaggio o considerati dei "paradisi fiscali". Per tale ragione, il Regolamento impone che lo Stato terzo di stabilimento dell'impresa deve assicurare il rispetto delle prescrizioni di cui all'art. 26 del modello di convenzione fiscale sui redditi e sul patrimonio dell'OCSE e, al contempo, un costante flusso informativo in materia fiscale. Quanto alla possibilità di investire in favore di imprese localizzate in Paesi extraeuropei – purché soddisfino le condizioni suindicate – l'ESMA ha rilevato che «*the extent to which investments in third countries (for all types of assets eligible under the ELTIF Regulation) are allowed could be further clarified. Qualifying undertakings in third countries could also be further calibrated by, e.g. setting a threshold for those investments*» (cfr. ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 5).

[323] V. *Considerando* n. 17, Regolamento, secondo cui i profitti che si possono generare dall'attività reale devono essere intesi come «flussi di cassa prevedibili, regolari o irregolari, nel senso che possono essere modellati e valutati sulla base di un metodo di valutazione dei flussi di cassa attualizzati».

tra investimenti *elegible* e non, finisce per conformare il prodotto sotto il profilo del contenuto.

4.2. La composizione del portafoglio dell'ELTIF

Come sopra rilevato, il legislatore europeo non si limita a circoscrivere l'oggetto dell'impiego dei capitali dell'ELTIF unicamente sotto il profilo qualitativo, ma prescrive altresì specifici obblighi di composizione – quantitativa – del portafoglio del fondo al fine di assicurare la diversificazione degli investimenti e ridurre i rischi.

Nello specifico, l'art. 13 Regolamento impone all'ELTIF di convogliare i propri capitali – nella misura almeno del 70% – verso attività di investimento ammissibili *ex* art. 10, con la conseguenza che la possibilità di investimento in attività *elegible* ai sensi della dir. UCTIS potrà essere ammessa nella misura massima del 30%[324]. Questa soglia potrebbe essere mantenuta dal fondo per garantire quel *minimum* di liquidità necessaria per far fronte a specifiche richieste degli investitori, posto che la restante parte del capitale deve inderogabilmente essere impiegata in attività di natura illiquida. Ne consegue, quindi, che la possibilità dell'ELTIF di investire in beni UCITS *compliance* non può ritenersi in contraddizione[325] con le disposizioni regolamentari, dal momento che i capitali impiegati in valori mobiliari *ex* art. 50, parag. 1, dir. UCTIS IV[326] rappresentano solo (ed eventualmente) una parte trascurabile del capitale investito dal fondo funzionale al soddisfacimento dell'eventuale *early redemption* esercitata dagli investitori ai sensi dell'art. 18 Regolamento[327].

---

[324] Gli obblighi di composizione del portafoglio dovranno essere attuati da parte del fondo entro il termine indicato nel regolamento del fondo medesimo e cessano il loro effetto vincolante con l'apertura della liquidazione da parte dell'ELTIF. La sospensione del limite di investimento del capitale dell'ELTIF può essere concessa – previa presentazione di un piano di investimento *ad hoc* – da parte dell'autorità nazionale competente che, come sopra visto (v. *supra* parag. 3.2.1.), coincide nell'ordinamento italiano con la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. Peraltro, ove l'impresa oggetto di investimento non soddisfi più i requisiti indicati dall'art.11, parag. 1, lett. b), l'investimento potrà essere incluso nella soglia minima del 70% del capitale in favore di investimenti *eligible* per un arco temporale di tre anni, ai sensi dell'art. 17, parag. 2, Regolamento.

[325] Come sostenuto da STEFANIN, MATTIOLI, *Le novità del decreto di adeguamento*, cit., 2.

[326] Peraltro, l'art. 13, parag. 2, lett. d), Regolamento, limita l'investimento dell'ELTIF in attività *ex* art. 50, parag. 1, dir. UCITIS IV nella misura del 5% quando tali valori siano stati emessi da un unico organismo, limite elevabile sino alla misura del 25% del capitale del fondo nell'ipotesi indicata dal successivo parag. 5, allorquando si tratti di investimenti in obbligazioni bancarie garantite. Inoltre, rispetto agli investimenti nei valori in discorso, l'art. 15, parag. 2, Regolamento, prevede che troveranno applicazione i limiti stabiliti dalla dir. UCTIS IV in materia di limiti di concentrazione (art. 56, parag. 2).

[327] Secondo MOLONEY, *Eu securities*, cit., 317, «*the 30 per cent UCTIS assets tranches is designed to operate as a liquidity buffer for ELTIFs to menage cash flow requirements as assets are constituted and/or*

Al contempo, al precipuo fine di evitare rischi di concentrazione, sono imposti all'ELTIF obblighi specifici di diversificazione con riguardo altresì alla percentuale di investimenti in attività ammissibili che non dovranno superare la soglia del 10% del capitale del fondo nel caso di investimento in strumenti di *equity*, quasi-*equity* o debito emessi da una singola impresa *ex* art. 11 Regolamento, soglia che non dovrà essere oltrepassata nemmeno per gli investimenti in singole attività reali, o in quote o azioni di singoli ELTIF, EuSEF oppure EuVECA[328].

Le regole di diversificazione del portafoglio di un ELTIF – seppure soggette a deroga nelle ipotesi indicate dall'art. 13, parag. 3 e 5[329], Regolamento – nonché gli ulteriori limiti cui deve soggiacere l'ELTIF in relazione sia all'*an*, sia al *quantum* dell'investimento, sono volti a garantire la sana e prudente gestione del capitale del fondo e ciò allo scopo di assicurare un rendimento stabile per gli investitori, in particolare, per quelli *retail*.

Invero, i limiti gravanti sull'ELTIF non si esauriscono con le prescrizioni che attengono alla misura degli investimenti ammissibili da parte del fondo, bensì vengono corroborati da disposizioni che, in modo tassativo, vietano al fondo l'impiego dei capitali in specifiche tipologie di attività che potrebbero minare il raggiungimento degli obiettivi prefissati; dal che discende il divieto *ex* art. 9, parag. 2, Regolamento, di impiegare i capitali del fondo in attività aventi carattere speculativo, come *short selling*, assunzione di esposizioni dirette o indirette verso merci, attività di natura marcatamente

---

replaced». Sul punto, v. *infra* cap. II, parag. 5, nonché cap. III, parag. 4.2.1., laddove si avrà modo di riflettere sull'opportunità di ampliare tale soglia al fine di conferire maggiore concretezza all'eventuali richieste di rimborso anticipato cui dovrebbe essere destinata solo una parte del capitale dell'ELTIF impiegato in simili attività.

[328] Gli investimenti in altri ELTIF oppure in EuSEF o EuVECA sono limitati, ai sensi dell'art. 15, parag. 1, Regolamento, essendo previsto che l'ELTIF non possa detenere una partecipazione maggiore al 25% di un singolo fondo (ELTIF, EuSEF o EuVECA) e che, al contempo, ai sensi dell'art. 13, parag. 3, non possa essere impiegato complessivamente più del 20% del capitale del fondo in investimenti in altri ELTIF, EuSEF, EuVECA. Invero, siffatti limiti non paiono coerenti con l'esigenza di promozione degli investimenti nei settori di riferimento, piuttosto siffatte limitazioni frenano lo stesso sviluppo dei fondi in discorso. Su tale solco si pone altresì l'intento riformatore della Commissione europea che intenderebbe rimuovere tali limiti nell'ottica di agevolare la crescita degli investimenti nei settori in questione (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione presenta un nuovo pacchetto di misure per il rafforzamento dei mercati europei dei capitali*, 25 novembre 2021).

[329] Secondo quanto previsto dall'art. 13, parag. 5, Regolamento, in deroga alle soglie previsti per l'investimento in strumenti di *equity*, quasi-*equity*, o di debito emessi da singole imprese di portafoglio ammissibile, nonché in quote o azioni di altri ELTIF, EuSEF, EuVECA, è ammesso che un ELTIF possa aumentare al 20% il limite del 10% ivi indicato «purché il valore aggregato delle attività detenute dall'ELTIF in imprese di portafoglio ammissibili e delle singole attività reali in cui investe più del 10 % del suo capitale non superi il 40% del valore del capitale dell'ELTIF».

finanziaria[330], nonché uso di strumenti finanziari derivati[331] rispetto ai quali è compito dell'ESMA dettare regole tecniche specifiche entro cui può dirsi ammessa la negoziazione di tali strumenti per un ELTIF[332].

Tuttavia, il binomio illiquidità dell'investimento – da cui scaturisce la natura chiusa del fondo cui si avrà modo di soffermarsi *infra*[333] – e apertura del prodotto al mercato *retail*[334] impone l'adozione di cautele ulteriori nella scelta degli investimenti ammissibili e nell'individuazione dei relativi limiti[335], tenendo conto altresì degli eventuali interessi che il gestore del fondo può vantare rispetto a una data attività nella quale sarebbe consentito l'investimento da parte dell'ELTIF.

Con tale proposito, infatti, il legislatore europeo tenta di prevenire eventuali conflitti di interessi, prescrivendo, all'art. 12 Regolamento, che l'ELTIF non possa investire in attività nelle quali il gestore del fondo abbia un interesse diretto o indiretto diverso dalla mera detenzione di quote o azioni in altri ELTIF, EuSEF o EuVECA. Tuttavia, tale formula non pare sufficiente a scongiurare il rischio di conflitti di interessi che possano pregiudicare la sana *governance* del fondo, dal momento la norma difetta di qualsivoglia specificazione che individui le condizioni in cui sussista il conflitto di interesse, nonché

[330] Ci si riferisce alla concessione o all'assunzione di titoli in prestito, alle operazioni di vendita con patto di riacquisto o qualsivoglia altro accordo che comporti i medesimi rischi e che abbia il medesimo effetto economico.

[331] Quanto alla stipula di contratti derivati, il regolamento delegato (UE) 2018/480 della Commissione, emanato in data 4 dicembre 2017, prevede che l'uso dei derivati può considerarsi ammesso, per la finalità di mera copertura dei rischi inerenti altri investimenti dell'ELTIF, solo ove produca «una riduzione verificabile e oggettivamente misurabile di quei rischi a livello dell'ELTIF». Al contrario, secondo il regolamento delegato, non sarà ritenuto idoneo alla copertura dei rischi – e, quindi, compatibile con la disciplina regolamentare – il ricorso a strumenti derivati che sia finalizzato a far conseguire all'ELTIF un rendimento, poiché in contrasto con la natura e le finalità proprie del fondo comune di investimento europeo a lungo termine.

[332] In particolare, dal momento che l'investimento in derivati – seppure per mere finalità *hedging* – potrebbe comportare un considerevole mutamento del rischio per gli investitori, il legislatore europeo ha attribuito all'ESMA il compito di dettare regole tecniche specifiche volte circoscrivere le ipotesi in cui sia possibile per l'ELTIF ricorrere alla negoziazione dei derivati di copertura. Da ESMA, *Final report. Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*, giugno 2016, 7, emergono le diverse posizioni assunte da coloro che hanno preso parte alla consultazione avviata dalla stessa autorità, evidenziando in particolare un certo disappunto nei riguardi dell'approccio utilizzato dagli IFRS per la contabilizzazione dei titoli derivati. In ragione delle molteplici posizioni assunte dai partecipanti alla consultazione l'autorità europea si è determinata a espungere qualsiasi riferimento agli IFRS, come si legge nel *draft*, «*replace it with a definition of hedging and the circumstances under which it can be used in the ELTIF context based on the corresponding requirements of the CESR guidelines, adapted to the scope of eligible assets under ELTIF*».

[333] V. *infra* cap. II, parag. III.

[334] Per ragioni di logica espositiva, si rinvia per la trattazione delle succitate questioni al cap. II, parag. 2.1. e 2.2.

[335] Così anche MOLONEY, *Eu securities*, cit., 317.

di rinvii ad altre discipline di matrice europea nelle quali poter rintracciare i termini entro cui possa collocarsi il rischio suddetto[336].

In generale, le prescrizioni dettate dal legislatore con riguardo sia alle misure per evitare l'insorgere di conflitti di interessi, sia ai divieti e ai limiti degli investimenti effettuabili da parte dell'ELTIF, evidenziano un approccio normativo "equilibrista" che tenta di contemperare molteplici e, talvolta, contrapposte esigenze con l'aspirazione che il prodotto *de quo* possa coinvolgere una platea ampia e variegata di investitori nell'ottica di agevolare la ripresa dell'economia europea e la costruzione della tanto anelata *Capital Markets Union*.

5. La tassonomia dell'ELTIF: prime riflessioni

Sebbene le disposizioni sinora indagate non esauriscano la disciplina dell'ELTIF, si potrebbe tentare di fornire, alla luce di quanto sopra esposto, un primo "timido" riscontro al quesito posto in apertura in relazione al sussumibilità o meno della nuova fattispecie di fondo nelle categorie di organismi di investimento già note all'ordinamento.

Se è indubbio che le caratteristiche del prodotto in discorso abbiano una marcata attitudine conformativa, poiché sono idonee a definire – nella sostanza e non già sotto il mero profilo denominativo – il *label* ELTIF, è altresì vero che questi stessi connotati fisiognomici non sono tali da delimitare un "tipo" a sé stante di prodotto. Ciò che si intende è che i caratteri dell'ELTIF distinguono sì il prodotto da altri già operanti sul mercato, ma non al punto da determinare la creazione di una tipologia di organismo di investimento[337]. Piuttosto, come rilevato altresì con riguardo ai fondi per il *ventur capital* e per l'imprenditoria sociale[338] – seppure rispetto a questi ultimi si riscontrano talune

[336] Come rilevato dall'ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 6, «*the prohibition laid down in article 12 would seem restrictive and potentially not in line with recital 25 of the ELTIF Regulation and article 14 of the AIFMD (e.g. if the requirements of article 12 imply that an ELTIF and an AIF managed by the same EU AIFM cannot co-invest alongside with similar terms and conditions in the same assets, this would in particular prevent an investment in the same assets from being a tool aiming at aligning interest between the manager and its funds). Therefore, it would be very helpful to clarify what specific situations are targeted by article 12 of the ELTIF Regulation, at least by specifying that the situations such as the one described in this paragraph are not targeted*». La condivisibile proposta che l'ESMA formula è quella di estendere anche agli ELTIF la disciplina sul conflitto di interessi dettata dai reg. EuSEF ed EuVECA che forniscono specifiche regole in merito sia al tipo di conflitto di interesse da evitare, sia alle modalità di gestione e informazione degli investitori in siffatte ipotesi.

[337] Così ANNUNZIATA, *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, cit., 356.

[338] Come sostenuto da CIAN, *op. cit*., 301, i prodotti EuSEF ed EuVECA sono qualificabili come due «microinsiemi a denominazione protetta». Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 7.

diversità – i connotati precipui dell'ELTIF fanno dello stesso una *species* che, pur recando elementi di disciplina propri rispetto ad altri veicoli di investimento, condivide molti tratti con il più ampio e variegato *genus* dei FIA.

Prendendo "in prestito" strutture logico-espositive proprie della teoria insiemistica, pare che il fondo in discorso possa qualificarsi come un sottoinsieme del genere FIA, pur presentando, tuttavia – in relazione a una minima parte di disciplina – profili di "intersezione" (o, forse, più di contiguità) con gli o.i.c.v.m.

CAPITOLO SECONDO

GLI EFFETTI DEI TRATTI FISIOGNOMICI DELL'ELTIF SULLA DISCIPLINA DELL'INVESTIMENTO E DEL DISINVESTIMENTO

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il perimetro semantico della commercializzazione dell'ELTIF – 2.1. La necessaria *disclosure* in favore degli investitori: il prospetto. – 2.1.2 (segue) applicazione in ambito nazionale. – 2.2. Una disciplina *retail oriented* – 2.2.1. «*Quidquid agis, prudenter agas, et respice finem*»: i presidi normativi per la commercializzazione dell'ELTIF agli investitori *retail* – 3. La natura chiusa dell'ELTIF: dal significante al significato – 4. La configurabilità di un diritto al rimborso dell'investitore – 5. Alternative forme di *exit* "anticipata" dall'ELTIF da parte dell'investitore.

1. Premessa

Quanto sinora esposto[339] ha permesso di effettuare un primo inquadramento tipologico del fondo *de quo* sulla base sia del carattere europeo del prodotto in discorso, sia della prospettiva di lungo termine che connota l'ELTIF e le scelte di impiego dei suoi capitali a vantaggio dell'economia reale europea. Invero, una completa – o, per lo meno, complessiva – disamina della fattispecie non può prescindere dalla considerazione di un ulteriore connotato del fondo che altro non è se non il precipitato logico del carattere *long term* dell'ELTIF e dell'illiquidità dei suoi investimenti, ovvero la natura chiusa del fondo. Se il legislatore europeo ha inteso perseguire la finalità di «incanalare l'economia europea verso un percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva»[340] e ha individuato nell'ELTIF uno degli strumenti idonei al raggiungimento dei dichiarati intenti, non si poteva non optare per il carattere *closed* del fondo allo scopo di vincolare i capitali investiti per un certo lasso di tempo, in una prospettiva – per l'appunto – *long term*.

[339] V. *supra* parte II, cap. I.
[340] V. Considerando n. 1, Regolamento.

Invero, le caratteristiche sopra descritte – in aggiunta alla natura chiusa del fondo in discorso, oggetto di trattazione nel prosieguo[341] – dimostrano una permeante capacità conformativa rispetto alla disciplina dell'ELTIF, specie con riguardo ai due momenti fondamentali della vita del fondo, il primo, relativo alla fase di *opt-in* e, il secondo, concernente l'*opt-out*.

Con riguardo alla commercializzazione delle quote e delle azioni del fondo, il carattere *long-term*, l'illiquidità degli investimenti e, non ultimo, il profilo europeo[342] della fattispecie, permeano l'intera disciplina regolamentare, imponendo al legislatore europeo la previsione di specifiche disposizioni che tengano conto degli effetti che tali connotati producono rispetto alla fase dell'investimento. Al contempo, il carattere chiuso del fondo – quale sintesi necessaria delle succitate caratteristiche – incide, come è di più perspicua deduzione, sulle modalità di disinvestimento dal fondo in discorso.

A questo punto, rinviando al prosieguo l'indagine circa la portata semantica da attribuire al significante "chiuso" con cui si è qualificato l'ELTIF, si reputa necessario prendere le mosse dalla disciplina dell'investimento del fondo, sì da verificare l'*an* e il *quomodo* mediante cui i tratti fisiognomici suddetti siano idonei a direzionare la regolamentazione in esame.

2. Il perimetro semantico della commercializzazione dell'ELTIF

Come si è già avuto modo di rilevare[343], i connotati precipui dell'ELTIF emergono *ictu oculi* dalla disamina delle disposizioni regolamentari, specie con riguardo a quelle che attengono alla stretta operatività del fondo. Invero, la disciplina della commercializzazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF rende manifesta la rilevanza del meccanismo del passaporto europeo – di cui si è dato conto sopra[344] – per il tramite del quale è ammessa la collocazione delle quote o delle azioni del fondo sia presso l'*home*

[341] V. *infra* parag. 3.

[342] Da intendersi nel senso che la paternità europea della fattispecie sottende la volontà di creare un veicolo che sia commercializzabile al di là dei meri confini nazionali, sì da poter agevolare la costruzione della cd. *Capital Market Union*. Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1.

[343] Ci si riferisce tanto ai profili che attengono alla fase dell'autorizzazione (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 2 ss.), quanto agli aspetti che concernono la selezione degli investimenti ammissibili (v. *supra* parte II, cap. Il, parag. 4 ss.), entrambi fortemente influenzati dalla dimensione europea e *long-term* del prodotto in questione.

[344] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 2.

country del gestore, sia presso altri paesi dell'Unione, senza necessità alcuna di ulteriori vagli autorizzativi.

Se l'intento è proprio quello di agevolare la commercializzazione del fondo in discorso al di là dei meri confini nazionali, il legislatore europeo non può non considerare e, quindi, regolare i rischi intrinseci alla creazione di un mercato paneuropeo di fondi di investimento la cui dimensione transnazionale impone l'adozione di misure *ad hoc* adeguate e proporzionate agli interessi che vengono in gioco. In guisa di ciò, il gestore è gravato di un onere di notificazione[345] all'autorità nazionale competente – per ciascun ELTIF dallo stesso gestito – sulla scorta delle prescrizioni dettate, rispettivamente, dagli artt. 31 e 32 dir. AIFM e concernenti l'*iter* procedurale da seguire ai fini della commercializzazione delle quote o delle azioni del fondo, a seconda che le stesse siano destinate all'offerta nell'*home country* del gestore o in altri Stati membri (*host country*).

Prima di procedere con l'analisi della disciplina relativa alla commercializzazione degli ELTIF – sotto il profilo della procedura contemplata dal Regolamento e degli oneri di *disclosure* gravanti sui gestori a tutela degli investitori – pare necessario muovere dalla stessa nozione di «commercializzazione» allo scopo di definire il perimetro dell'indagine. Invero, il Regolamento non ne detta una definizione, limitandosi a disciplinare le modalità mediante cui realizzare la raccolta dei capitali fra il pubblico dei risparmiatori attraverso la collocazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF[346].

Una precisa definizione di commercializzazione può, invece, rintracciarsi nella dir. AIFM che, all'art. 4, lett. x), individua il contenuto dell'attività in discorso nell'offerta o nella collocazione, in via diretta o indiretta, su iniziativa del GEFIA o per conto di quest'ultimo, di quote o azioni di un FIA, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o aventi sede legale nell'Unione[347].

---

[345] Si tratta di una diretta conseguenza del regime di armonizzazione massima contemplato dal Regolamento, in forza del quale gli Stati membri non potranno imporre obblighi supplementari a carico dei gestori di fondi domiciliati in altri Paesi dell'Unione che vogliano commercializzare le proprie quote nel territorio dell'*host country*. Così GUFFANTI, *op. cit*.,1192.

[346] In ciò si ravvisa una differenza rispetto ai reg. EuVECA ed EuSEF, dal momento che entrambi dettano una definizione di «commercializzazione» – rispettivamente agli artt. 4, lett. i) e 3, lett. i) – nei termini di «un'offerta o un collocamento diretto o indiretto a/presso investitori domiciliati o con sede legale nell'Unione su iniziativa del gestore di un fondo [..], o per suo conto, di quote o azioni di un fondo». In concreto, la definizione riprende (quasi) pedissequamente quella dettata dalla dir. AIFM per la commercializzazione di FIA.

[347] La definizione di commercializzazione è riproposta anche a livello nazionale agli artt. 43 e 44 t.u.f. che disciplinano la commercializzazione, rispettivamente, di FIA riservati e non riservati; sul punto, cfr. RIGHINI, *sub* art. 44, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 302 ss.; FRANCAZZI, *Recepimento della AIFMD in Italia e spunti in EMIR,* in *Diritto bancario*, aprile 2014; COLANTUONI, *La commercializzazione di quote o azioni di FIA*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 608 ss.

La definizione succitata si riferisce in generale all'operazione di commercializzazione dei FIA, ma pare possa valere anche con riferimento all'ELTIF in ragione della riconducibilità dello stesso al più ampio *genus* dei FIA[348]. Ne consegue, dunque, che anche con riferimento ai fondi in discorso dovrebbe condividersi l'assunto secondo cui la commercializzazione sia integrata nel solo caso in cui l'iniziativa di collocazione delle quote del fondo promani dal gestore – in via diretta o indiretta – e non già nel caso in cui essa sia "stimolata" da una richiesta dell'investitore[349]. Del resto, infatti, la fattispecie del cd. *reverse enquire* è esclusa dall'ambito definitorio della commercializzazione – e, di conseguenza, dalla disciplina a essa applicabile – della dir. AIFM e dovrebbe parimenti escludersi anche con riguardo agli ELTIF[350], seppure difetti nel Regolamento una disposizione che definisca *claris verbis* la portata dell'operazione di commercializzazione[351]. E ciò in ragione della necessaria riconducibilità del fondo di investimento europeo a lungo termine alla categoria generale dei FIA con la quale condivide i tratti essenziali di disciplina e operatività[352]. Ne discende quindi una qualificazione dell'attività di commercializzazione[353] che non può prescindere – come, in verità, nella prassi avviene più di frequente – da una posizione proattiva del gestore il cui obiettivo principe è quello di collocare quote o azioni del fondo tra gli investitori.

Il "successo" di una siffatta operazione – specie nel caso in cui il mercato potenziale trascenda il confine nazionale – dipende dal grado di "attrattiva" che il prodotto offerto

---

[348] Giova ricordare che, ai sensi dell'art. 3, parag. 2, Regolamento, solo i FIA UE possono presentare domanda di autorizzazione come ELTIF. Sul punto, v. *supra* cap. I, parag. 2.1.

[349] Si tratta dell'ipotesi in cui è l'investitore a manifestare la volontà di aderire a un organismo di gestione del risparmio, senza che tale scelta sia "sollecitata" dal gestore. I contorni della questione non sono ben definiti, anche in ragione della mancata riproduzione della definizione di commercializzazione – la cui lettera parrebbe escludere la fattispecie del *reverse enquire* – in relazione agli o.i.c.v.m. Sul punto, v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, 251; SANDRELLI, *op. cit.*, 408 ss.

[350] Se sotto il profilo letterale e sistematico tale interpretazione pare condivisibile, non può tuttavia non considerarsi come da una simile ipotesi ne scaturirebbe un vuoto normativo, poiché il *reverse enquire*, non rientrando nel perimetro della commercializzazione, sarebbe escluso dall'applicazione della disciplina prudenziale dettata dall'art. 31 Regolamento; sul punto, v. STEFANIN, GUSTATO, *op. cit*., 3; LAMBERTI, *op. cit*., 104; COLANTUONI, *op. cit.,* 608.

[351] Al contrario, ove si opinasse diversamente, il perimetro della commercializzazione dell'ELTIF finirebbe per essere diverso – e, più ampio – rispetto a quello delineato dalla dir. AIFM. Ciò comporterebbe dei problemi applicativi in ragione del fatto che la categoria degli ELTIF è qualificabile – come sopra detto (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 6) – in termini di un "sottoinsieme" del più ampio insieme dei FIA.

[352] L'applicazione estensiva della definizione suddetta di commercializzazione anche agli ELTIF si desumerebbe altresì da quanto previsto dall'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. che, al comma 5, rinvia al disposto di cui all'art. 43 t.u.f. con ciò avvalorando l'interpretazione secondo cui il perimetro qualitativo della commercializzazione è il medesimo rispetto a quello prescritto dalla dir. AIFM e dalle relative norme nazionali di attuazione.

[353] Cfr. SANDRELLI, *op. cit*., 409, il quale distingue tra raccolta e commercializzazione, dal momento che la seconda postula l'esercizio di un'attività di raccolta – intesa come «apertura al mercato di una iniziativa di investimento collettivo [..]» – mentre quest'ultima è il presupposto della commercializzazione medesima.

riscuote tra i potenziali investitori e, dunque, dalla capacità del gestore di rintracciare *ex ante* la propensione all'investimento – sotto il profilo qualitativo – dei *players*.

A tal riguardo, al precipuo fine di superare il frazionamento nazionale del mercato del risparmio gestito nell'ottica della piena integrazione a livello europeo, sono stati emanati ulteriori atti normativi, modificativi, fra gli altri, della dir. AIFM, finalizzati a facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICR.

Per quel che rileva ai fini della presente trattazione, il regolamento (UE) 2019/1156[354] e la direttiva (UE) 2019/1160[355] introducono *inter alia* una specifica regolamentazione della fase prodromica e temporalmente antecedente alla commercializzazione del fondo – cd. «pre-commercializzazione»[356] – diretta a consentire al gestore di indagare l'interesse degli investitori per il fondo o per un suo comparto ancorché non sia stata effettuata la notifica per la commercializzazione dello stesso, ai sensi degli artt. 31 e 32 dir. AIFM.

Il maggior grado di regolamentazione della commercializzazione – che si corrobora di un segmento temporale ulteriore e antecedente alla notifica all'autorità competente – non si esaurisce nella sola disciplina della pre-commercializzazione[357], ma si amplia di ulteriori

---

[354] Ci si riferisce al Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014.

[355] Direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo. Le disposizioni ivi dettate dovranno essere recepite a livello nazionale entro il 2 agosto 2021. Tale direttiva è stata recepita in ambito domestico a opera del d.lgs. 5 novembre 2021, n. 191, il quale reca le "Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo, e del regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 e recante disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ai sensi dell'articolo 9 della legge 4 ottobre 2019, n. 117, e dell'articolo 31, comma 5, della legge 24 dicembre 2012, n. 234".

[356] La direttiva (UE) 2019/1160, nel modificare la dir. AIFM, introduce una regolamentazione *ad hoc* della fase della pre-commercializzazione, aggiungendo altresì nel novero delle definizioni dettate dalla direttiva sui GEFIA una specifica nozione di siffatta attività. Nello specifico, è inserito all'art. 4, parag. 1, *sub* lett. aea) la definizione di «pre-commercializzazione» da intendersi come «la fornitura di informazioni o comunicazioni, direttamente o indirettamente, su strategie o su idee di investimento da parte del GEFIA UE o per suo conto ai potenziali investitori professionali domiciliati o con la sede legale nell'Unione per sondarne l'interesse per un FIA o un comparto non ancora istituito o istituito ma non ancora notificato per la commercializzazione a norma degli articoli 31 o 32, nello Stato membro in cui i potenziali investitori sono domiciliati o hanno la sede legale, e che in ogni caso non costituisce un'offerta o un collocamento nei confronti del potenziale investitore a investire nelle quote o azioni di quel FIA o comparto».

[357] Il *discrimen* rispetto alla commercializzazione è rappresentato dalla circostanza che l'attività posta in essere non deve costituire in alcun modo un'offerta a investire nelle quote o azioni di quel FIA o di un suo comparto. In questo senso, le condizioni per la pre-commercializzazione sono integrate allorquando le informazioni presentate ai potenziali investitori, non consentano *ex se* agli stessi di impegnarsi, nel senso

prescrizioni che, da un lato, estendono a tutte le tipologie di gestori le disposizioni concernenti le comunicazioni di *marketing* che vengono rafforzate da nuovi e più stringenti vincoli, dall'altro, mirano a uniformare i requisiti richiesti ai fini della commercializzazione dei fondi.

Pur in assenza di una specifica disposizione che estenda la nuova disciplina anche agli ELTIF[358], la novella in discorso dovrebbe ritenersi applicabile in via estensiva – nei limiti di quanto essa è compatibile con le prescrizioni dettate dal Regolamento[359] – anche ai fondi *long term* e ciò sia in ragione della riconducibilità degli stessi alla regolamentazione della dir. AIFM – coinvolta nelle riforme succitate – sia in forza della definizione che l'art. 3, lett. a), regolamento (UE) 2019/1156, dà della nozione di FIA che ricomprende, per l'appunto, gli ELTIF.

Invero, la *ratio* delle novelle sopra accennate è rintracciabile nell'esigenza sempre maggiore delle istituzioni europee di definire un *framework* comune di regolamentazione degli OICR[360] al precipuo fine di realizzare la cd. *Capital Markets Union*. Rispetto a siffatto obiettivo, la commercializzazione transfrontaliera degli ELTIF – possibile in ragione della disciplina del passaporto comunitario – rappresenta, come detto, un significativo passo in avanti nel senso suddetto. Del resto, una volta ottenuta

---

che non equivalgano a moduli di sottoscrizione, prospetti o documenti di offerta o, in alternativa, ove le informazioni vengano presentate nella forma di prospetti o documenti di offerta, non siano comunque idonee a consentire agli investitori di assumere una decisione di investimento, rendendo evidente che non rappresentano una offerta o invito a sottoscrivere quote o azioni del fondo. Sul punto, v. ROTA, *La nuova disciplina della pre-commercializzazione nel* real estate*: opportunità di armonizzazione o irrigidimento per il settore?*, in *Diritto Bancario*, aprile 2020.

[358] Nessuna disposizione del reg. (UE) 2019/1156 modifica il Regolamento in discorso, a differenza di quanto avviene nei riguardi dei regolamenti EuVECA ed EuSEF.

[359] Si badi, tuttavia, che la pre-commercializzazione è limitata, dalla lettera della direttiva, ai soli investitori professionali e ciò potrebbe giustificarsi sulla base di due elementi: da un lato, la circostanza che la dir. AIFM – sulla quale interviene la novella *de qua* – si riferisca alla sola commercializzazione dei FIA in favore di investitori professionali, rimettendo ai singoli Stati membri la facoltà di ampliare agli investitori al dettaglio la commercializzazione dei FIA; dall'altro, il fatto che gli investitori non professionali – in assenza di specifiche competenze – potrebbero non disporre delle necessarie competenze per cogliere la *ratio* e la natura dell'attività di pre-commercializzazione. Ne discende che l'applicazione della disciplina *de qua* anche agli ELTIF – sempre che si propenda per tale interpretazione – sarebbe limitata all'ipotesi in cui l'ELTIF sia commercializzato presso investitori professionali, per lo meno sino a che non vi sia un'espressa previsione che ne ammetta l'applicazione anche nell'ipotesi in cui le quote o le azioni del fondo siano commercializzate nei confronti di investitori *retail*.

[360] Come sancito dai primi Considerando del reg. (UE) 2019/1156, approcci divergenti in materia di regolamentazione e di vigilanza, per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera di FIA, EuVECA, EuSEF, ELTIF, o.i.c.v.m., «sono causa di frammentazione e ostacolano la commercializzazione transfrontaliera dei FIA e degli OICVM e l'accesso agli stessi, il che potrebbe a sua volta impedirne la commercializzazione in altri Stati membri». In ragione di ciò, al fine migliorare il quadro normativo applicabile agli organismi di investimento collettivo e tutelare in misura maggiore gli investitori, si ritiene necessario che le comunicazioni di marketing destinate agli investitori in FIA e OICVM siano identificabili come tali, presentate in modo corretto, chiaro e non fuorviante.

l'autorizzazione alla istituzione dell'ELTIF e alla sua gestione[361], è sufficiente[362], ai fini della commercializzazione delle quote o azioni del fondo, una mera notifica all'autorità competente[363] recante le informazioni essenziali sul fondo, sul relativo programma[364] nonché, ove si intenda offrire le quote o le azioni del fondo in Paesi diversi rispetto all'*home country* del gestore, le indicazioni relative allo Stato in cui si intende operare la commercializzazione[365].

Il rapporto di genere a specie sussistente tra la dir. AIFM e il Regolamento in esame comporta che, anche con riferimento alla commercializzazione, quest'ultimo non esaurisca la disciplina normativa che risulta integrata, sotto vari profili, dai rinvii operati dalla direttiva succitata. Tuttavia, se il contenuto della notifica è determinato dalla regolamentazione generale concernente i FIA, il Regolamento – in ragione delle peculiarità proprie del fondo in analisi – vi aggiunge delle ulteriori prescrizioni, richiedendo quindi l'allegazione del prospetto informativo dell'ELTIF e del documento

[361] Sul punto, si rinvia a quanto sopra esposto in relazione al procedimento autorizzativo. V. *supra* parte II, cap. I, parag. 2.1.

[362] Purché venga adempiuto l'onere di pubblicazione del prospetto informativo, come previsto dall'art. 23, parag. 1, Regolamento. V. *infra* parag. 2.1.

[363] Nell'ordinamento italiano tale funzione è attribuita alla Consob che, ai sensi dell'art. 4-*quinquies*.1, t.u.f., è competente a ricevere le notifiche di cui all'art. 31, parag. 1 e 2, Regolamento. Sul punto, v. *infra* parag. 2.1.2.

[364] Con riferimento al contenuto della notifica *ex* art. 31, parag. 1, Regolamento, vale quanto prescritto dall'art. 31 dir. AIFM. In particolare, i requisiti richiesti ai fini della commercializzazione del fondo nell'*home country* del gestore sono: *i*) una lettera di notifica, comprendente il programma delle operazioni che identificano il FIA che il GEFIA intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il FIA è stabilito; *ii*) il regolamento o i documenti costitutivi del FIA; *iii*) l'identità del depositario del FIA; *iv*) una descrizione del FIA o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori; *v*) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito se il FIA è un FIA di alimentazione; *vi*) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA intende commercializzare; *vii*) se del caso, informazioni sulle modalità stabilite per impedire che quote o azioni del FIA siano commercializzate presso investitori al dettaglio, anche qualora il GEFIA faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al FIA.

[365] Nel caso in cui il gestore voglia commercializzare le quote o le azioni del fondo in altri Stati membri, sarà necessario, ai sensi dell'art. 32 dir. AIFM – cui rinvia l'art. 31, parag. 2, Regolamento – l'indicazione di specifiche informazioni concernenti: *i*) il programma delle operazioni che identificano il FIA che il GEFIA intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il FIA è stabilito; *ii*) il regolamento o i documenti costitutivi del FIA; *iii*) l'identità del depositario del FIA; *iv*) una descrizione del FIA o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori; *v*) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito se il FIA è un FIA di alimentazione; *vi*) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA intende commercializzare; *vii*) l'indicazione dello Stato membro o degli Stati membri in cui intende commercializzare presso investitori professionali le quote o le azioni del FIA; *viii*) informazioni sulle modalità adottate per la commercializzazione dei FIA e, laddove pertinente, le informazioni sulle modalità adottate per impedire la commercializzazione delle quote o delle azioni del FIA presso gli investitori al dettaglio, anche qualora il GEFIA faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al FIA.

contenete le informazioni «chiave» (cd. KID), per l'ipotesi di commercializzazione del fondo agli investitori *retail*[366].

In nuce, pur trattandosi di una mera notifica che il gestore deve compiere – ai fini dell'avvio della commercializzazione delle quote o delle azioni del fondo – è richiesto pur sempre un vaglio prognostico da parte dell'autorità competente che è chiamata a valutare se il gestore in questione sia in grado o meno di rispettare le condizioni prescritte dal Regolamento e dalla dir. AIFM, tanto nel caso di offerta delle quote o delle azioni del fondo nel Paese di origine del gestore, quanto nel caso in cui si intenda accedere a una collocazione *cross-border* del fondo medesimo.

Invero, siffatta valutazione è *ex se* compiuta già in sede di autorizzazione *ex* art. 6, parag. 3, Regolamento, dal momento che il rilascio della medesima per la gestione dell'ELTIF presuppone che il gestore sia in grado di rispettare gli obblighi normativi del Regolamento e della direttiva sui GEFIA[367]. Ne discende che, salvo il caso in cui *medio tempore* si siano verificate circostanze anomale e non oggetto di valutazione in sede di autorizzazione alla gestione del fondo *de quo*, l'autorità competente[368] non potrà che ammettere alla commercializzazione dell'ELTIF – subordinatamente alla previa pubblicazione del prospetto informativo *ex* art. 23 Regolamento – consentendo così, in ragione del passaporto comunitario, la commercializzazione delle quote o delle azioni del fondo anche negli altri ordinamenti dell'Unione per il tramite di un mero scambio di informazioni tra le autorità nazionali dell'*home country* del GEFIA e dell'*host country*[369].

2.1. La necessaria *disclosure* in favore degli investitori: il prospetto

[366] V. art. 31, parag. 4, Regolamento. Si rinvia al prosieguo (v. *infra* parag. 2.2.1) la disciplina specifica dettata con riferimento all'ipotesi di commercializzazione dell'ELTIF agli investitori al dettaglio.

[367] Con riferimento alle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione alla gestione di un ELTIF, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 2 e 2.1.

[368] A livello nazionale, l'*iter* potrebbe risultare più complesso, nella misura in cui le autorità nazionali coinvolte sono due: la Banca d'Italia e la Consob. Se alla prima è conferito il potere di autorizzare la gestione dell'ELTIF, è alla Consob che spetta la funzione di ricevere le notifiche *ex* art. 31, parag. 1 e 2, Regolamento, con la conseguenza che, pur trattandosi di controlli – nel primo e nel secondo caso – qualitativamente coincidenti, il coinvolgimento a livello domestico di autorità differenti implica – almeno in teoria – una necessaria reiterazione del vaglio.

[369] L'introduzione di un passaporto del prodotto amplia la distanza tra la disciplina degli ELTIF e quella dettata dalla dir. AIFM, avvicinando piuttosto i primi alla regolamentazione dettata con riguardo agli o.i.c.v.m. che, per l'appunto, consente all'OICR – una volta ottenuta l'approvazione da parte dell'autorità nazionale – di essere commercializzato in tutti i Paesi membri, fatta salva la notifica all'autorità competente dello Stato ospitante e il rispetto delle condizioni di commercializzazione ivi previste. Sul punto, v. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 264 s.

L'*iter* di cui sopra si è dato conto non è di per sé sufficiente a consentire l'avvio della commercializzazione delle quote e delle azioni dell'ELTIF, dal momento che essa deve essere preceduta dalla pubblicazione di un prospetto finalizzato a rendere edotti gli investitori delle caratteristiche precipue del fondo, sì da essere consapevoli – almeno formalmente[370] – del tipo di investimento che si accingono a operare.

Lo scopo che il legislatore intende perseguire mediante la previsione di un generalizzato obbligo di pubblicazione del prospetto – a prescindere dalla natura professionale o meno dell'investitore a cui sarà rivolto il prodotto in discorso[371] – è quello di garantire un elevato grado di trasparenza e informazione, come si desume dalla stessa rubrica dell'art. 23 Regolamento.

In conseguenza della sussumibilità dell'operazione di commercializzazione in discorso nell'ambito della disciplina dell'appello al pubblico risparmio[372], si adotta quindi la strada della standardizzazione dello strumento che veicola le informazioni messe a disposizione degli investitori, così da consentire a questi ultimi di pervenire a un fondato giudizio in merito al rischio conseguente all'investimento nell'ELTIF, nonché ai diritti scaturenti dall'impiego di capitali nel fondo *de quo*. Al contempo, però, il *set* informativo di cui dispongono gli investitori per il tramite del prospetto in discorso è definito sotto il profilo finalistico, nel senso che – al di là del contenuto minimo prescritto dall'art. 23, parag. 3, Regolamento – esso deve contenere «tutte le informazioni necessarie per consentire agli investitori di effettuare una valutazione informata sull'investimento loro proposto e, in particolare, sui relativi rischi». Ciò comporta che il grado di esaustività e analiticità del documento informativo non può essere (del tutto) valutato *ex ante* da parte del regolatore, in quanto dipende dalla politica di investimento adottata dal fondo che influenzerà *naturaliter* i diritti e i rischi di coloro che hanno investito nell'ELTIF.

In ragione di ciò, pur con l'intento di uniformare in ambito europeo il livello di trasparenza e di informazione[373], l'effettivo rispetto dei criteri redazionali del prospetto –

---

[370] Invero, il tema non è tanto quello delle quantità delle informazioni messe a disposizione degli investitori quanto, piuttosto, quello della concreta comprensibilità delle stesse. Sul punto, v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 364.

[371] Con riferimento alla commercializzazione in favore dei *retail,* v. *infra* parag. 2.2.1.

[372] Cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 262, il quale inquadra l'operazione di commercializzazione degli OICR sotto diversi angoli visuali, nel senso che essa può qualificarsi in termini di forma di appello al pubblico risparmio e, come tale, soggetta quindi alle regole di trasparenza ivi dettate; al contempo, la commercializzazione può ricondursi alle regole di comportamento previste per i servizi di investimento, in ragione della necessità di tutela degli investitori.

[373] Così il Considerando n. 41, Regolamento, secondo cui «in considerazione delle specificità degli ELTIF e degli investitori professionali e al dettaglio a cui si rivolgono, è importante prevedere requisiti di

ispirati ai principi di specificità e proporzionalità[374] – dovrà essere considerato in concreto dalle autorità nazionali competenti[375] a cui è conferito il potere di imporre al gestore del fondo un grado di *disclosure*[376] maggiore rispetto a quello minimo prescritto dal Regolamento, nell'ottica di assicurare il perseguimento dello scopo sancito dall'art. 23, parag. 3.

Rinviando al prosieguo l'analisi delle specifiche misure adottate dal legislatore nel caso di investimento nell'ELTIF da parte di investitori *retail*[377], si intende anzitutto porre l'attenzione sulle disposizioni regolamentari che definiscono il contenuto del prospetto informativo; disposizioni che – come detto – trovano applicazione indipendentemente dai profili qualitativi dell'investitore (sia esso professionale o meno) cui il prospetto è rivolto[378].

La circostanza che il Regolamento detti una disciplina del prodotto – e non già, come per la dir. AIFM, dei soli gestori – si riverbera sul contenuto del prospetto informativo che, di certo, deve illustrare i caratteri fisiognomici del fondo medesimo[379]. Se il carattere europeo del fondo e il mutuo riconoscimento di cui l'ELTIF beneficia in forza della regolamentazione a esso riservata rendono imperativa l'indicazione delle giurisdizioni in cui il fondo può investire, il connotato *long-term* dell'investimento e la conseguente natura chiusa del fondo impongono al gestore l'obbligo di definire gli obiettivi che l'ELTIF intende perseguire, le strategie di investimento prescelte per il raggiungimento

---

trasparenza corretti che consentano ai potenziali investitori di formarsi un'opinione ponderata e di essere pienamente consapevoli dei rischi insiti nell'investimento».

[374] Nel senso che il prospetto non deve includere informazioni sovrabbondanti e reiterate e, al contempo, le stesse devono essere parametrate al contesto e al tipo di emittente. Invero, tali principi non sono sanciti in modo esplicito dal Regolamento in discorso, ma possono valere anche con riguardo alla fattispecie *de qua*, poiché rappresentano dei connotati irrinunciabili e funzionali al perseguimento, per il tramite del prospetto, della tutela degli investitori.

[375] In ambito domestico, tale competenza è rimessa alla Consob che, ai sensi dell'art. 4-*quinquies*.1, comma 6, t.u.f., è l'autorità competente a individuare – in sede di normativa secondaria – le informazioni aggiuntive da inserire nel prospetto, sì da garantire un'adeguata ponderazione dell'investimento e dei relativi rischi da parte dell'investitore. V. *infra* parag. 2.1.2.

[376] L'onere di *disclosure* non si esaurisce nella predisposizione e pubblicazione del prospetto informativo, essendo altresì previsto, ai sensi, dell'art. 23, parag. 5. Regolamento, la predisposizione di una relazione annuale che – oltre a contenere le informazioni dettate dall'art. 22, dir. AIFM – dovrà comprendere una relazione in merito ai flussi di cassa, alle informazioni su qualsiasi partecipazione in strumenti che comprendono fondi iscritti nel bilancio dell'Unione, nonché in merito al valore delle singole imprese di portafoglio ammissibili e delle altre attività in cui l'ELTIF ha investito (incluso il valore degli strumenti finanziari derivati utilizzati) e alle giurisdizioni in cui le attività dell'ELTIF sono ubicate.

[377] V. *infra* parag. 2.2. e 2.2.1.

[378] *Rectius*, a prescindere dalla natura dell'investitore nei cui confronti è ammessa la commercializzazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF.

[379] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 2.1. e 4 ss.

dei medesimi, nonché le attività nelle quali il fondo è autorizzato a impiegare i capitali raccolti[380].

L'obiettivo della trasparenza che il legislatore europeo mira ad assicurare – come baluardo del corretto funzionamento del tanto anelato mercato unico dei capitali – non è, tuttavia, raggiunto con la sola indicazione del contenuto minimo del prospetto prescritto dall'art. 23, parag. 3, Regolamento, in quanto le informazioni suddette potrebbero non rendere perspicua la natura illiquida dell'ELTIF che, imponendo *ex se* al fondo un carattere *closed*, influenza i profili di rischio e il diritto di *exit* degli investitori. In ragione di ciò, nello specificare la finalità del prospetto informativo sancita dal parag. 2, il Regolamento impone al gestore l'onere di informare gli investitori «in modo chiaro e ben visibile»[381] della natura illiquida dell'ELTIF, al precipuo fine di elevare – il più possibile – il grado di coscienza e consapevolezza degli investitori[382].

A questo punto, non può non considerarsi come la scelta del legislatore europeo di dotare il potenziale investitore di un patrimonio informativo esaustivo – o, per lo meno, che aspiri a essere tale – sia in qualche modo influenzata dalla regolamentazione europea prodottasi in generale in materia di trasparenza e informazione degli investitori, volta a favorire l'accesso ai mercati di tutta l'Unione assicurando, al contempo, agli stessi l'informazione chiara e completa di cui necessitano ai fini del compimento dell'operazione di investimento.

---

[380] Ci si riferisce, nel dettaglio, alle indicazioni prescritte dall'art. 23, parag, 3, Regolamento, *sub* lett. a), d), e).

[381] L'endiadi utilizzata nella versione italiana del Regolamento – quale traduzione del vocabolo inglese *prominently* – è, forse, volta a rendere ancor più incisiva la questione per gli operatori del settore. Tale necessità dipende – secondo chi scrive – dalla circostanza che il fondo è potenzialmente "aperto" alla commercializzazione presso investitori non professionali non propensi, per l'assenza di un bagaglio informativo adeguato, a considerare le intrinseche conseguenze di un investimento in attività illiquide. Da ciò discenderebbe anche il rilievo critico formulato dall'ESMA secondo cui «*the numerous items that have to be included in the prospectus of an ELTIF (as per the requirements of Article 23 in particular) may risk to veil the main message to the investor i.e. that the ELTIF product may not be suitable for retail investors that are unable to sustain such a long-term and illiquid commitment. It could therefore be considered to order the messages that shall be presented in the prospectus and/or reduce the amount of mandatory information that needs to be included in it*»; v. ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 7 s.

[382] A tale scopo è, infatti, previsto che il prospetto e gli altri documenti promozionali, specifichino: *i*) la natura *long-term* degli investimenti dell'ELTIF; *ii*) la possibilità di estendere il suo ciclo di vita, ove ciò sia previsto, e le relative condizioni; *iii*) l'eventualità che l'ELTIF possa essere commercializzato presso gli investitori al dettaglio; *iv*) i diritti degli investitori al rimborso dell'investimento, secondo quanto previsto dall'art. 18 Regolamento e dal regolamento o dai documenti costitutivi dell'ELTIF; *v*) la frequenza e il calendario di eventuali distribuzioni di proventi agli investitori durante il ciclo di vita dell'ELTIF; *vi*) l'opportunità per gli investitori di investire in un ELTIF soltanto una piccola quota del loro portafoglio di investimenti complessivo; *vii*) la politica di copertura dell'ELTIF, inclusa l'indicazione dei presupposti per l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati a copertura dei rischi inerenti ad altri investimenti dell'ELTIF e del potenziale impatto che tale circostanza può avere sul profilo di rischio dell'ELTIF; *viii*) i rischi correlati agli investimenti in attività reali, incluse le infrastrutture; *ix*) la regolare informazione – almeno annuale – degli investitori in merito alle giurisdizioni in cui l'ELTIF ha investito (v. art. 23, parag. 4, Regolamento).

L'art. 23, parag. 3, *sub* lett. b), Regolamento, rinvia infatti alle disposizioni concernenti le informazioni che devono essere pubblicate da parte degli organismi di investimento collettivo del risparmio di tipo chiuso, ai sensi della direttiva 2003/71/CE, meglio conosciuta come Direttiva prospetto, cui fa (o meglio faceva) da *pendant* il regolamento (CE) n. 809/2004[383].

Come noto, il panorama giuridico europeo in tema di prospetti informativi è stato riformato con l'emanazione del regolamento (UE) 2017/1129[384] (di seguito, "Regolamento prospetto")[385] e dei conseguenti regolamenti delegati[386] che rappresentano

[383] Nello specifico, ci si riferisce, rispettivamente, alla Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE; nonché al Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari. Per ragioni di logica espositiva e non solo, non ci si addentrerà nell'analisi della disciplina normativa in discorso e di quella nazionale emanata in esecuzione delle disposizioni europee. Sul punto, si rinvia, *inter alia*, a FINESI, *Il nuovo regime informativo dei prodotti finanziari strutturati nell'Unione Europea*, in *Banca impresa e soc.,* 2012, 487 ss.; BRUNO, ROZZI, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziar*i, in *Giur. comm*., 2008, I, 276 ss.; CUGNASCO, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.; RAGNO, *Il prospetto informativo,* in *Banche e mercati finanziari*, (a cura di) Vella, Torino, 2008, 350; MORRIS, MACHIN, *The Pan-European Capital Market – Is the Prospectus Directive a Success or a Failure?,* in *Capital Markets Law Journal*, 2006, vol. 1, 205 ss.; PELLEGRINI, *Critical Analysis of the Prospectus Directive,* in *European Business Law Review*, 2006, 1679; SCHAMMO, *EU prospectus law: new perspectives on regulatory competition in securities markets*, Cambridge, 2011, 70 ss.

[384] Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE. Per una disamina delle novità introdotte dalla suddetta regolamentazione, v., *ex multis*, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 82 ss.; BELLINI, *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *Riv. dir. soc*., 2019, II, 851 ss.; DE GIOIA CARABELLESE, *The New Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of European Capital Markets*, in *Osservatorio del diritto civ. e comm*., 2019, 407 ss.; FOTI, NAPOLI, *Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti … e uno indietro*?, in *Diritto Bancario*, settembre 2019; FAGERNÄS, KANERVO, NUNEZ, ALCALÀ, *The Why anf How of the New European Union Prospectus Regulation,* in *Business Law International,* 2019, 20.1.

[385] Regolamento, poi, a sua volta modificato di recente dal Regolamento (UE) 2021/337 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021che modifica il Regolamento prospetto per quanto riguarda il prospetto UE della ripresa e adeguamenti mirati per gli intermediari finanziari, nonché la direttiva 2004/109/CE per quanto riguarda l'uso del formato elettronico unico di comunicazione per le relazioni finanziarie annuali, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19. Si tratta di misure assunte nell'ambito di una più ampia azione dell'Unione – denominata "Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali" – volta a sostenere la ripresa dallo shock economico causato dalla pandemia da Covid-19.

[386] In attuazione del regolamento (UE) 2017/1129, sono stati adottati dalla Commissione, in data 14 marzo 2019, il Regolamento delegato (UE) 2019/979 – che concerne le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica, e che abroga i regolamenti delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301 della Commissione – nonché il Regolamento delegato (UE) 2019/980 che riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione.

una tappa fondamentale verso il completamento della *Capital Markets Union*[387]. L'encomiabile intento semplificatorio del prospetto informativo, in aggiunta al carattere fortemente armonizzante della disciplina adottata[388], costituisce di certo un valido presupposto per la costruzione di un meccanismo transfrontaliero che faciliti il funzionamento del mercato interno e offra agli investitori e ai risparmiatori la possibilità di contribuire al rilancio dell'economia europea.

Orbene, pur senza addentrarsi nella disamina della disciplina succitata[389], ciò che preme rilevare è come la stessa si innesti nella regolamentazione in discorso.

Anzitutto, il rinvio all'abrogata Direttiva prospetti dovrebbe intendersi sostituito con il regolamento di più recente emanazione già efficace a livello europeo[390]. Tuttavia, nel modificare la disciplina comunitaria sui prospetti informativi, la Commissione europea si era posta il dubbio – seppure nella sola fase embrionale di elaborazione della proposta di modifica della Direttiva prospetti – di come conciliare la disciplina *de qua* con quella dettata per gli ELTIF e, in generale, con quelle normative di settore che prescrivono *ex se* delle disposizioni cogenti concernenti gli oneri informativi che devono adempiersi in favore degli investitori[391]. Sennonché, l'ipotesi di esonerare siffatte fattispecie di fondi

---

[387] Tanto la disciplina sugli ELTIF, quanto la nuova regolamentazione sui prospetti informativi, rappresentano due momenti di rilevante costruzione a livello europeo, poiché perseguono entrambi – seppure sotto profili differenti – l'intento di portare a compimento l'unione dei mercati dei capitali. Come rilevato da COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, 30 settembre 2015, 5, si palesava già la necessità di «modernizzare la direttiva relativa al prospetto per rendere meno oneroso per le imprese raccogliere finanziamenti presso il pubblico, riesaminare gli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese nei mercati degli strumenti di capitale e di debito e sostenere le attività di quotazione delle piccole imprese tramite strutture di consulenza europee»; ciò, in quanto – come rilevato nel medesimo documento dalla Commissione – il prospetto è «la porta di ingresso ai mercati aperti al pubblico per le imprese che cercano finanziamenti». Tuttavia, pur essendo state armonizzate le disposizioni concernenti i prospetti – al fine consentire la comparabilità delle opportunità di investimento in tutta l'Unione – la redazione e la pubblicazione dello stesso risultava essere costoso e impegnativo, in particolare per le PMI; al contempo, per gli investitori esso poteva risultare complesso ed eccessivamente dettagliato, specie per le informazioni cruciali per gli investimenti che, spesso, non apparivano agilmente individuabili.

[388] Si tratta, del resto, di un regolamento europeo. Sul punto, si rinvia a quanto sopra esposto con riferimento al Regolamento in analisi; v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1.

[389] Per ragioni di logica espositiva e non solo, si omette altresì qualsivoglia indagine circa l'eventuale responsabilità che possa scaturire dalle non corrette informazioni riportate nel prospetto informativo, tema sul quale ci si limita soltanto a rinviare, *ex multis,* a CICCHINELLI, *La fattispecie della responsabilità da prospetto informativo. Problemi e prospettive,* in *Riv. dir. soc.*, 2014, II, 216 ss.; ARRIGONI, *Nesso di causalità e "quantum" del risarcimento nella responsabilità da prospetto,* in *Società*, 2017, 1370 ss.; e con riferimento alla responsabilità dell'autorità preposta alla vigilanza, si rinvia, *inter alia,* a PALMIERI, *In tema di danno subito dagli investitori per responsabilità civile della Consob*, in *Foro it.*, 2016, 3779 ss.

[390] Come noto, il Regolamento prospetti è entrato in vigore il 20 luglio 2017 e applicabile – a eccezione di alcune previsioni in materia di esenzioni – a decorrere dal 21 luglio 2019.

[391] COMMISSIONE EUROPEA, *Accompanying the document. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public*

dagli obblighi scaturenti dalla allora novellanda disciplina sui prospetti, pur riscontrando un certo favore, non è stata formalmente trasposta nel testo finale sottoposto all'approvazione del Parlamento europeo e del Consiglio, rendendo *de plano* applicabile, anche per i fondi di investimenti a lungo termine, le prescrizioni dettate dalla novella del 2017 in tema di prospetti informativi[392].

Invero, pur non avendo avuto seguito la suddetta proposta, il tenore letterale del Regolamento consente – per lo meno – di limitare il rischio di dispendiose duplicazioni degli oneri di *disclosure*, dal momento che l'art. 23, nel rinviare alle disposizioni della dir. AIFM in tema di obblighi informativi, precisa in modo esplicito che le prescrizioni sancite da quest'ultima saranno applicabili solo in via residuale rispetto alla disciplina europea sui prospetti informativi che, come detto, troverà applicazione anche nel caso in cui le quote o le azioni dell'ELTIF siano commercializzate solo tra investitori professionali[393].

2.1.2. (*segue*) applicazione in ambito nazionale

Ferma la diretta applicabilità del Regolamento nell'ordinamento nazionale, il legislatore domestico si è limitato – come sopra esposto[394] – a intervenire nel *corpus* del t.u.f. al fine di adeguare la disciplina ivi dettata alla nuova fattispecie di fondo di investimento e alla relativa regolamentazione[395]. Come si è già avuto modo di rilevare[396], nell'attribuire la

---

or admitted to trading, 30 novembre 2015, 55, rileva «*should future European long term investment funds (ELTIF), as well as certain European social entrepreneurship funds (EuSEF) and European venture capital funds (EuVECA) of the closed-ended type and marketed to non-professional investors be exempted from the obligation to prepare a prospectus under the Directive, while remaining subject to the bespoke disclosure requirements under their sectorial legislation and to the PRIIPS key information document?*», sintomo che – a parere della Commissione – tale ipotesi sarebbe stata percorribile. Il quesito suddetto sottoposto alla consultazione pubblica aveva registrato anche un certo consenso.

[392] Invero, l'esclusione del fondo in esame dal perimetro di applicazione della disciplina generale sui prospetti informativi avrebbe potuto corroborare l'idea che tale prodotto potesse essere ricondotto a una categoria a sé stante di OICR anche in ragione dell'autonomia della disciplina dettata dal Regolamento. Al contrario, l'ELTIF si conferma ancora come una *species* di un più ampio *genus* di OICR, nello specifico alternativi. V. *supra* parte I, cap. I, parag. 7.

[393] Cfr. CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 414.

[394] Si rinvia a quanto già detto *supra* parte II, cap. I, parag. 3.2.1

[395] In altri termini il legislatore domestico è ammesso a integrare la disciplina nazionale con dei riferimenti alla nuova fattispecie di fondo, sì da permettere una completa esecuzione degli obblighi scaturenti dall'emanato Regolamento. In proposito, la Corte di Giustizia ha più volte ribadito che i legislatori nazionali sono tenuti – in adempimento degli obblighi assunti con i trattati – a "depurare" l'ordinamento interno da eventuali incompatibilità rispetto alle prescrizioni contenute nei regolamenti, ferma restando la diretta applicabilità delle disposizioni regolamentari. *Inter alia*, si v. Corte di Giustizia, 10 ottobre 1973, *F.lli variola SpA contro Amministrazione italiana delle finanze*. C. 34/73; Corte di Giustizia, 4 aprile 1974, *Commissione delle Comunità europee contro Repubblica francese*, C. 167/73.

[396] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 3.2.1.

funzione di vigilanza che il Regolamento delega alle singole autorità dei Paesi membri, il regolatore italiano coinvolge tanto la Banca d'Italia, quanto la Consob, ripartendo a ciascuna competenze differenti, coerentemente ai poteri e alle attività che tali autorità esercitano in materia di gestione collettiva del risparmio[397].

Nello specifico, dal momento che la Consob è l'autorità destinataria delle notifiche *ex* art. 31 Regolamento, è attribuita sempre alla medesima autorità la funzione di ricevere, secondo quanto previsto dall'art. 24 Regolamento[398], il prospetto (e le relative modifiche) contenente tutte le informazioni necessarie a consentire agli investitori di operare un fondato giudizio in merito al potenziale investimento nel fondo in discorso.

Tuttavia, il regolatore, nel definire il procedimento applicabile, non si limita a designare l'autorità in questione competente a livello nazionale ma rinvia altresì a una specifica disposizione del t.u.f. – l'art. 43 – che, con le relative norme di attuazione[399], disciplina la commercializzazione dei FIA riservati[400]. Invero, il rinvio operato dall'art. 4-*quinquies*.1, t.u.f. al successivo art. 43 risulta poco coerente con il sistema delineato dal Regolamento, nella misura in cui la norma in ultimo citata si riferisce all'ipotesi di commercializzazione delle quote o delle azioni di un FIA ai soli investitori professionali, subordinatamente al compimento di una mera notifica – contenente le informazioni *ex* art. 43, comma 3 – all'autorità competente.

Il mancato riferimento al prospetto informativo e l'esclusione della commercializzazione nei confronti degli investitori *retail* rende il riferimento all'art. 43 t.u.f. inadeguato alla fattispecie degli ELTIF la cui commercializzazione, come detto, è soggetta alla preventiva comunicazione da parte del gestore del prospetto informativo, a prescindere dalla circostanza che le quote o le azioni del fondo siano collocate tra investitori

---

[397] Sul punto, v. BARCELLONA, *op. cit.*, 59 ss.

[398] A tenore dell'art. 24 Regolamento, il prospetto e le relative modifiche, nonché la relazione annuale, devono essere trasmesse all'autorità competente dell'ELTIF e, su richiesta, altresì all'autorità competente del gestore dell'ELTIF. Oltre al contenuto specifico del prospetto indicato dall'art. 23 Regolamento, questo dovrà comprendere altresì il regolamento o gli atti costitutivi dell'ELTIF che formano parte integrante del prospetto. Tali documenti non devono essere obbligatoriamente allegati al prospetto se gli investitori sono informati della possibilità di ottenere, su richiesta, l'invio degli stessi o l'indicazione del luogo in cui potranno consultarli in ciascuno degli Stati membri in cui le quote o azioni sono commercializzate. Peraltro, ai sensi dell'art. 24, parag. 4, Regolamento, il prospetto e l'ultima relazione annuale pubblicata sono forniti gratuitamente agli investitori su richiesta, su un supporto durevole o tramite un sito web (una copia cartacea dello stesso è consegnata gratuitamente agli investitori al dettaglio che ne facciano richiesta).

[399] Ci si riferisce al regolamento di attuazione del t.u.f., adottato dalla Consob con delibera n. 11971, in data 14 maggio 1999, da ultimo modificato a opera delle delibere n. 21623 e 21625 del 10 dicembre 2020 e n. 21639 del 15 dicembre 2020 (nel prosieguo, "Regolamento Emittenti").

[400] Cfr. RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi,* cit*.,* 375 ss.; RIGHINI, *sub* artt. 43 e 44, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 302 ss.; FRANCAZZI, *op. cit*., 6; COLANTUONI, *op. cit.*, 608 ss.

professionali o al dettaglio. Piuttosto, sarebbe stato compatibile con il quadro normativo europeo operare un rinvio al successivo art. 44 t.u.f. che, disciplinando l'ipotesi di commercializzazione nell'ordinamento di FIA non riservati, detta una regolamentazione *ad hoc* a tutela degli investitori *retail*[401]. In siffatta ipotesi, infatti, la Consob non sarà destinataria della sola notifica, ma dovrà rilasciare una specifica autorizzazione alla commercializzazione – a fronte dell'invio del prospetto informativo – e ciò in ragione della necessità di garantire un più permeante controllo delle informazioni messe a disposizioni degli investitori *retail* che scontano, *naturaliter*, un'evidente asimmetria informativa rispetto a quelli professionali[402].

L'assenza di un espresso rinvio all'art. 44 t.u.f. non dovrebbe ostare all'applicazione della procedura ivi descritta per il caso della commercializzazione di ELTIF, posto che tale *iter* appare coerente rispetto alle maggiori cautele che il legislatore europeo ha *ex se* reso cogente per qualsivoglia categoria di investitori[403], nonché in considerazione del fatto che la sussumibilità degli ELTIF nel *genus* dei FIA permetterebbe *de plano* l'applicazione dell'art. 44 t.u.f. in favore dei primi che sarebbero qualificabili come FIA non riservati nel caso di commercializzazione degli stessi presso investitori al dettaglio.

2.2. Una disciplina *retail-oriented*

Non v'è dubbio che uno dei tratti caratterizzanti la regolamentazione degli ELTIF sia quello della commerciabilità delle sue quote o delle sue azioni tra gli investitori al

[401] Così IOCCA, *I fondi di investimento a lungo termine*, cit., 1362 s.; nonché STEFANIN, MATTIOLI, *Le novità del decreto di adeguamento*, cit., 3, i quali rilevano altresì come il rinvio all'art. 44 – in luogo dell'art. 43 t.u.f. – sarebbe coerente altresì con quanto prescritto dall'art. 28-*quinquies*, comma 3, Regolamento Emittenti, secondo cui «in caso di commercializzazione da avviarsi contestualmente nei confronti degli investitori al dettaglio e degli investitori professionali, la procedura prevista dall'articolo 28-*bis* si intende assorbita da quella disciplinata dal presente articolo».

[402] In merito alla questione dell'asimmetria informativa che caratterizza, in generale, il mercato dei capitali, v., *ex multis*, PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa, tit. cred*., 2015, I, 31 ss.; MOLONEY, *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, 45 ss. Con riferimento alla specifica disciplina dettata con riguardo alla commercializzazione delle quote o delle azioni del fondo nei confronti degli investitori al dettaglio, v. *infra* parag. 2.2.1.

[403] Con la conseguenza che, ferma la necessità della predisposizione del prospetto informativo anche nel caso di commercializzazione dell'ELTIF a investitori professionali, la differenza starebbe – rispetto all'ipotesi di coinvolgimento dei *retail* – nel tipo di vaglio rimesso alla Consob. Cfr. CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 414. Diversamente opinando, un'applicazione letterale dell'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. – nella parte in cui rinvia al successivo art. 43 – si porrebbe in contrasto con il contenuto della disciplina europea e con la procedura ivi prescritta in relazione alla commercializzazione del fondo in analisi. Sul punto, cfr. IOCCA, *I fondi di investimento a lungo termine*, cit., 1363.

dettaglio[404]. E ciò non perché prima dell'emanazione del Regolamento non fosse ammissibile un investimento da parte di soggetti non professionali in fondi alternativi ma, piuttosto, in ragione dell'assenza di una disciplina armonizzata a livello europeo[405] che coinvolgesse i *retail* nell'investimento in FIA[406].

Come detto[407], la scelta operata dalla dir. AIFM è stata infatti quella di rimettere ai legislatori nazionali la possibilità di "aprire" – o meno – la commercializzazione dei FIA anche a siffatte categorie di investitori[408], determinando con ciò un'armonizzazione solo

[404] La definizione di investitore *retail* è fornita dal Regolamento in negativo, essendo lo stesso qualificato come colui che non è un investitore professionale. La tecnica definitoria seguita dal Regolamento con riferimento a questi ultimi è la medesima riscontrabile nella dir. AIFM la quale rinvia alla qualificazione fornita sul punto dalla MiFID. In particolare, è definito come «l'investitore che sia considerato un cliente professionale o possa, su richiesta, essere trattato come cliente professionale ai sensi dell'allegato II della direttiva 2004/39/CE». Sul punto, cfr. FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore,* in *Resp. civ*., 2011, 735 ss.

[405] Come si è avuto modo di rilevare *supra* parte I, cap. I, parag. 4, gli o.i.c.v.m. si caratterizzano per la loro idoneità a essere oggetto di collocazione verso un ampio orizzonte di investitori che ricomprende anche la *retail class*. La natura liquida degli investimenti operati da siffatti organismi e la conseguente libertà attribuita agli investitori nell'eventuale disinvestimento ben si confanno alle caratteristiche proprie dell'investitore al dettaglio, rispetto al quale sono dettate specifiche disposizioni volte a elevare lo *standard* di tutela, nell'ottica sempre di un regime armonizzato a livello europeo. Cfr. BARATTELLI, *op. cit*., 19; JOHNSON, *How UCITS Became a Runaway Success*, in *Financial Times*, 27 novembre 2006.

[406] Come rilevato *supra* (parte I, cap. I, parag. 6), i reg. EuSEF ed EuVECA aprono la commercializzazione di siffatti fondi a un novero di soggetti più ampio rispetto a quanto previsto dalla dir. AIFM, in quanto sono ammessi a investire sia gli investitori professionali – definiti tali ai sensi della disciplina dettata dalla Mifid – sia altri investitori che si impegnino a investire almeno cento mila euro e che, al contempo, dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno previsto. L'elevata soglia minima di investimento costituisce, *in nuce*, una rilevante barriera all'ingresso per gli investitori al dettaglio, difficilmente propensi a investire capitali così rilevanti. In ragione di ciò, la Commissione europea aveva prospettato la possibilità di rivedere tale previsione, sì da consentire un maggior afflusso di capitali in favore degli EuSEF ed EuVECA (v. COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation document. Review of the european venture capital funds (EuVECA) and european social entrepreneurship funds (EuSEF) regulations*, 30 settembre 2015). Tuttavia, con l'emanazione del Regolamento (UE) 2017/1991 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale, non sono state modificate le disposizioni dei rispettivi regolamenti che fissano l'*entry ticket* per gli investitori non professionali nella soglia minima di cento mila euro, sebbene il Considerando n. 17 del suddetto regolamento rileva l'utilità di un simile intervento al fine di incentivare gli investimenti. La scelta di non modificare l'importo minimo di investimento è stata motivata dalla Commissione in ragione dei rischi che l'investimento in siffatti fondi comporta per gli investitori non professionali, con la conseguenza che un simile intervento avrebbe dovuto essere affiancato da ulteriori misure idonee a tutelare la posizione degli investitori ma, al contempo, meno vantaggiose per l'operatività dei fondi stessi. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale*, 14 luglio 2016.

[407] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1.

[408] L'art. 43 dir. AIFM ammette che gli Stati membri possano consentire ai GEFIA «di commercializzare presso gli investitori al dettaglio sul loro territorio quote o azioni dei FIA che gestiscono a norma della presente direttiva, indipendentemente dal fatto che tali FIA siano commercializzati su base nazionale o transnazionale o siano FIA UE o non UE. In tali casi, gli Stati membri possono imporre a carico del GEFIA o del FIA prescrizioni più rigorose di quelle applicabili ai FIA commercializzati presso investitori professionali sul loro territorio a norma della presente direttiva. Tuttavia, gli Stati membri non impongono

parziale degli OICR alternativi, in ragione dell'esclusione, dal perimetro del passaporto europeo, dell'ipotesi in cui le quote o le azioni del fondo siano collocate presso investitori *retail*[409].

In siffatto quadro, la disciplina degli ELTIF rappresenta di certo un tassello rilevante nella materia della gestione collettiva del risparmio, poiché in essa trova la sua "genesi"[410] il passaporto europeo per la commercializzazione agli investitori al dettaglio di quote o di azioni di specifiche tipologie di fondi alternativi[411].

Nell'arco temporale di meno di un lustro si assiste, infatti, a un radicale cambio di prospettiva da parte del legislatore europeo: se con la dir. AIFM la scelta era andata nel senso di escludere dall'investimento nei FIA i *retail* – in ragione dell'intrinseca complessità dei prodotti, del carattere illiquido dell'investimento e delle complesse strategie di investimento[412] – con il Regolamento in discorso, pur in presenza di fondi che presentino connotati similari a quelli sopra indicati, si ammette invece la commerciabilità dell'organismo in favore di investitori al dettaglio.

Rispetto alla precedente direttiva su GEFIA, con l'emanazione del Regolamento si assiste quindi a un *revirement* normativo, dal momento che le condizioni di complessità e di rischiosità dei prodotti in analisi non sono di certo mutate – prova ne è la riconducibilità dell'ELTIF alla categoria dei FIA – ma a variare è la percezione da parte del legislatore che, in luogo di una categorica esclusione dal processo di armonizzazione, adotta un sistema che consenta la ponderazione dei rischi in considerazione del

---

ai FIA UE stabiliti in un altro Stato membro e commercializzati su base transnazionale prescrizioni aggiuntive o più rigorose rispetto a quelle applicabili ai FIA commercializzati su base nazionale». Come noto, il legislatore nazionale si è avvalso di tale possibilità, ampliando la commerciabilità dei fondi in discorso anche in favore della classe dei *retail* e adottando specifiche misure volte a garantire un appropriato livello di protezione in linea con gli obiettivi comunitari. Sul punto, v. RIGHINI, *op. cit*., 302 ss.; COLANTUONI, *op. cit*., 617 ss.; IOCCA *I fondi di investimento a lungo termine*, cit., 1361 ss.

[409] Come rilevato da COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2004/39/CE e 2009/.../CE*, COM (2009) 207, 30 aprile 2009, «molti fondi di investimento alternativi comportano un elevato livello di rischio (di perdita di gran parte o di tutto il capitale investito) e/o presentano altre caratteristiche che li rendono non adatti agli investitori al dettaglio. In particolare, potrebbero vincolare gli investitori ai loro investimenti per un periodo più lungo di quanto è ritenuto accettabile per il settore al dettaglio. Le strategie di investimento sono tipicamente complesse e spesso comportano investimenti in attività illiquide e più difficili da valutare. La commercializzazione dei fondi di investimento alternativi sarà pertanto limitata agli investitori in grado di comprendere e di sopportare i rischi associati a questo tipo di investimento».

[410] Nel senso che l'esperimento operato nel contesto dei reg. EuVECA ed EuSEF – ammettendo alla commercializzazione di siffatti prodotti anche gli investitori non professionali – non pare del tutto riuscito, stante l'approccio precauzionale utilizzato dal legislatore comunitario che pone una significativa barriera all'ingresso per l'investitore *retail* mediante la previsione di una soglia (rilevante) di investimento minino. V. *supra* parte I, cap. I, parag. 7.

[411] Così MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 319, secondo cui «*the ELTIF marks a significant development in EU retail market policy by supporting, for the first time, a harmonized, retail-oriented AIF vehicle*».

[412] Come rilevato da STAFININ, GUSTATO, *op. cit*., 3 s.

coinvolgimento dei *retail*, apprestando tutele idonee alle precipue caratteristiche dei soggetti in questione[413].

La scelta di ammettere all'investimento nell'ELTIF anche coloro che non siano qualificabili come soggetti professionali risponde infatti all'esigenza di ampliare la platea dei potenziali investitori, rendendo l'obiettivo della crescita dell'economia reale europea non più mero appannaggio degli investitori professionali, ma altresì di quelli *retail* anche essi ammessi – a certe condizioni – a investire capitali a beneficio di progetti infrastrutturali o PMI[414].

Ora, se da un lato siffatta scelta enfatizza il carattere europeo[415] del fondo e la volontà legislativa di costruire un mercato paneuropeo scevro da frammentazioni nazionali, dall'altro impone al regolatore un maggior grado di accortezza nella predisposizione di presidi che possano garantire la sicurezza di soggetti che non svolgono l'attività di investimento in modo professionale anche in considerazione dei tratti fisiognomici che caratterizzano l'ELTIF.

Invero, l'apertura del fondo in questione al mercato *retail* non si riverbera solo sul *quomodo* mediante cui si deve garantire tutela agli investitori ma, al contrario, permea l'intera disciplina in analisi anche rispetto a profili *extranei* alla commerciabilità[416].

Tanto le previsioni in merito alla sana e prudente gestione, quanto quelle relative alla diversificazione del portafoglio dell'ELTIF o, ancora, le disposizioni concernenti il divieto di concentrazioni[417], altro non sono che presidi normativi volti a garantire una certa stabilità dell'investimento e del relativo rendimento a "beneficio" non solo del

---

[413] Di certo, un simile cambio di passo è stato reso possibile in ragione della diretta regolamentazione del prodotto, diversamente da quanto, invece, avvenuto con la dir. AIFM che armonizza la sola disciplina dei gestori, rimettendo ai regolatori nazionali la regolamentazione dei fondi.

[414] V. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*.

[415] Nel senso che la previsione di una disciplina fortemente armonizzata – a prescindere dal tipo di investitore cui l'offerta dell'OICR è diretta – consente di superare (almeno in parte) quel regime di parcellizzazione nazionale sotto il profilo sia della regolamentazione, sia del mercato.

[416] Cfr. MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 317, rileva che «*the retail orientation of the regime is clear in the series of restrictions which apply under the Proposal to the investment activities in which the ELTIF can engage. It is prohibited from engaging in short selling taking direct or indirect exposures to commodities, including through derivatives; entering into securities lending and borrowing agreements and repurchase agreements and other agreements that would encumber the ELTIF's assets; and, in a significant contrast to the UCTIS regime, from using financial derivates* [..]».

[417] Ci si riferisce, rispettivamente, alle disposizioni contenute agli artt. 13 e 15, Regolamento. Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.2.

mercato in generale, ma soprattutto degli investitori *retail* la cui esposizione a rischio è "contenuta" dalla previsione di specifici limiti e divieti[418].

Ma, se tali disposizioni sono volte a definire qualitativamente il prodotto in questione rendendolo astrattamente compatibile all'offerta verso il mercato *retail*, altre previsioni e meccanismi *ad hoc* – contemplati nel Regolamento – sono invece diretti, per un verso, a permettere una verifica in concreto dell'idoneità dell'ELTIF in questione a essere ammesso alla commercializzazione nei confronti degli investitori al dettaglio, per l'altro, a consentire un'adeguata ponderazione della consapevolezza, da parte dell'investitore non professionale, dell'assumendo rischio[419].

Pare quindi opportuno volgere l'attenzione alle specifiche misure prescelte con riguardo agli investitori *retail*[420], poiché esse rappresentano il compromesso normativo tra l'esigenza di tutela degli stessi e la necessità di ampliare la platea dei soggetti che possano aver accesso all'investimento nell'ELTIF a vantaggio della crescita dell'economia europea[421].

2.2.1. «*Quidquid agis, prudenter agas, et respice finem*»[422]: i presidi normativi per la commercializzazione dell'ELTIF agli investitori *retail*

La distanza tra la dir. AIFM e il Regolamento in punto di disciplina dei *retail* ha reso necessaria un'integrazione dei requisiti di commercializzazione dell'ELTIF rispetto alla regolamentazione dettata dalla direttiva.

---

[418] Secondo ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 8 «*the derogation from some requirements for professional investors and/or making more flexible some of the applicable requirements (e.g. the rules related with portfolio composition, increase the borrowing limits, etc.) could make the investment in ELTIFs more attractive for professional investors*».

[419] V. Considerando n. 43, Regolamento.

[420] Pur essendo apprestate dal legislatore specifiche misure a tutela degli investitori *retail*, il Regolamento precisa che l'apertura del fondo al mercato al dettaglio non comporta deroghe al principio della parità di trattamento, in quanto nessun trattamento preferenziale o vantaggio economico specifico sarà concesso a singoli investitori o gruppi di essi. Tale previsione è stata criticata da ESMA, *Review of the Regulation*, cit., 9, secondo cui «*if interpreted strictly, could imply that no specific share classes can be launched within an ELTIF opened to retail investors. In that case, professional investors would be dissuaded to invest in an ELTIF opened to retail investors as they would have to pay the same percentage/amount of fees than retail investors although their subscriptions are generally much higher. It could therefore be necessary to further specify/clarify this requirement*».

[421] Cfr. CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 411.

[422] Secondo FINESI, *op. cit*., 487, tale proverbio ben si confà alla materia dei mercati finanziari laddove, nel tentativo di colmare le asimmetrie informative nei confronti degli investitori, vengono pubblicati prospetti informativi finalizzati a rendere edotti gli investitori della tipologia di prodotto in cui si sta impiegando il proprio capitale, nonché i profili di rischio che ne scaturiscono. Ciò, ancor più a seguito della crisi finanziaria verificatasi nel recente passato che ha avuto l'effetto di imporre un maggior grado di *disclosure*.

Come sopra esposto[423], nell'ottica di tutelare gli investitori *retail* dai rischi scaturenti dall'impiego di capitali in ELTIF, il regolatore europeo adotta misure specifiche che operano in due differenti direzione: una prima che impone al gestore una preventiva valutazione dell'idoneità del fondo alla commercializzazione nel mercato al dettaglio e una seconda, invece, che attiene alla commercializzazione *strictu sensu*, prescrivendo una diversa[424] *disclosure* informativa rispetto agli *standard* sopra descritti. Al contempo, le misure in discorso sono classificabili altresì in preventive o successive – in base al momento in cui esse devono essere adottate – nonché in generali o individuali, a seconda che attengano la compatibilità dell'investimento nell'ELTIF in questione con l'intera *retail class* o con il singolo investitore al dettaglio[425].

In siffatto quadro, è quindi anzitutto prescritto a carico del gestore dell'ELTIF l'onere di adottare una procedura che consenta di valutare se il fondo sia *compliance* al mercato *retail*. Invero, si tratta di un presidio normativo che richiama in qualche misura le regole di *product governance*[426] – introdotte dalla direttiva 2014/65/UE[427] – le quali, come noto,

---

[423] V. *supra* parag. 2.2.

[424] Diversa nel senso che – come si avrà modo di rilevare nel prosieguo – è necessario mettere a disposizione degli investitori un ulteriore documento informativo che veicoli le informazioni chiave senza tecnicismi che potrebbero essere di difficile comprensione da parte di questi ultimi.

[425] Si precisa come tale classificazione dei presidi – adottata dal Regolamento a tutela degli investitori al dettaglio – sia desunta da chi scrive sulla base del dato normativo non essendo rintracciabile una simile distinzione nel contesto regolamentare in analisi.

[426] Sul punto, v., *funditus*, BUSCH, *Product governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 123 ss.; MARCACCI, *European regulatory private law going global? The case of product governance,* in *European Business Organization Law Review*, 2017, 305 ss.; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 221 ss.; ID., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa, tit. cred*., 2019, I, 6 ss.; ID., *Oltre la trasparenza,* Product Governance *e* Product Intervention, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 80 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 156; TROIANO, *La* product governance, in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 213 ss.; RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti della MiFID II,* in *Riv. dir. banc.,* 2020, 163 ss.; ADRIA, *Innovazione finanziaria, «governance» del prodotto e distribuzione,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 653 ss.

[427] Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, nota come MiFID II. Per un'analisi della direttiva *de qua*, si v., *inter alia*, PEZZUTO, RAZZANTE, *MiFID II: le novità per il mercato finanziari*o, Torino, 2018; DI CHIO, *Appunti su MiFID II e MiFIR: un nuovo contesto di riferimento?,* in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2019, 865 ss.; MICHIELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali,* in *Mercato concorrenza regole*, 2018, 555 ss.; RABITTI, *op. cit.*, 149 ss.; ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità,* in *Riv. soc*., 2018, 1100 ss.; ID., *MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law,* in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*. *Quaderni di Ricerca giuridica della Banca d'Italia*, (a cura di) D'Ambrosio, Montemaggi, 2020, 21 ss.; DELLA NEGRA, *MiFID II and private law: enforcing EU conduct of business rules*, Oxford, 2019; MARIN, *op. cit.*, 59 ss.; IMBRUGLIA, *Mifid II e l'adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 856 ss; BELLEGGIA, *L'ambito di applicazione della direttiva Mifid II,* in *I servizi di investimento dopo la Mifid II,* (a cura di) Gaffuri, Belleggia, Milano, 2019, 1 ss.;

costituiscono una garanzia di tutela rilevante per gli investitori al dettaglio, poiché la loro natura preventiva e generale consente – sulla base di un giudizio prognostico antecedente all'immissione nel mercato del prodotto – di scongiurare potenziali rischi sistemici. Ora, pur mancando uno specifico riferimento normativo al complesso di regole in questione, il regolatore impone *ex lege* l'adozione di una procedura valutativa che – evocando il meccanismo suddetto – permetta di anticipare la tutela dell'investitore a una fase precedente l'immissione nel mercato del prodotto, sottoponendo quest'ultimo a un *test* di verifica – sulla base di una procedura stabilita dal gestore[428] – finalizzato ad accertare se, in considerazione del ciclo di vita del fondo e della strategia di investimento adottata[429], esso sia confacente alla clientela *target retail*. La procedura in discorso consente quindi di escludere a monte la commerciabilità dell'ELTIF nei confronti degli investitori al dettaglio, quando per i suoi intrinseci connotati esso pare *ex se* incompatibile – per i rischi connessi alle politiche di investimento e per l'*holding period* – con l'impiego di capitali da parte di soggetti non professionali.

Tuttavia, l'*iter* valutativo *de quo* non opera nel senso che il prodotto viene *ab origine* concepito per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali[430] ma, al contrario, opera in senso inverso, ovvero, definite le politiche di

---

FERRARINI, SAGUATO, *Governance and Organization of Trading Venues: The Role of financial Market Infrastructure Groups,* in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, 2017, Oxford, 285 ss.; ENRIQUES, GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II,* in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 85 ss.; CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra le aspettative degli investitori e realtà normativa), La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 171 ss.; COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach,* in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 589 ss.

[428] Anche per gli ELTIF, le regole in questione coinvolgono tanto il gestore, quanto il distributore nei cui confronti il primo, ai sensi dell'art. 27, parag. 3, Regolamento, è tenuto a mettere a disposizione tutte le informazioni riguardanti il ciclo di vita del fondo e la strategia di investimento adottata, la procedura di valutazione interna adottata, nonché i Paesi membri presso i quali l'ELTIF può investire i suoi capitali. Sul punto, cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali,* cit*.,* 223 ss.

[429] Sarebbe opportuno che il gestore valutasse altresì la possibilità offerta agli investitori di esercitare un diritto di *exit* anticipato rispetto alla data stabilita per la fine del ciclo di vita del fondo, poiché questo potrebbe essere un elemento rilevante da considerare ai fini della compatibilità del fondo con la classe dei *retail*. Sul punto, v. *infra* cap. III, parag. 4.2.1.

[430] È questo, invero, il metodo utilizzato dalla MiFID II e ciò in conseguenza della crisi finanziaria verificatasi sul finire del primo decennio del XXI secolo che ha condotto il legislatore europeo a mutare approccio in relazione ai meccanismi di tutela dell'investitore. La MiFID II, infatti, in uno con la direttiva delegata (UE) 2017/593 e gli orientamenti dell'ESMA (ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, febbraio 2018), introduce un apparato normativo rigoroso e analitico finalizzato a garantire che la "produzione" e la distribuzione di strumenti finanziari avvenga in assenza di conflitti di interessi e tenendo in considerazione le esigenze di un determinato mercato *target*. Le regole di *pruduct governance* permettono, *ab imis*, che i prodotti «siano concepiti per soddisfare esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia

investimento e il ciclo di vita del fondo, si valuta la compatibilità dello stesso rispetto al mercato *retail*. E ciò in quanto l'obiettivo di apportare capitali alternativi al tradizionale *leverage* bancario per le imprese medio piccole è lo scopo principale della costituzione dell'ELTIF, con la conseguenza che solo dopo aver stabilito le attività *elegible* nelle quali dovrà essere impiegato il capitale del fondo potrà valutarsi la sua compatibilità con gli investitori al dettaglio.

I presidi di tutela per i *retail* non si esauriscono tuttavia con il procedimento di verifica di cui sopra, ma si compongono di ulteriori meccanismi – questa volta individuali e, per così dire, successivi – volti a verificare che l'ELTIF in questione sia compatibile con il potenziale investitore al dettaglio[431].

Ferma l'astratta compatibilità del fondo con la *retail class* – assunto cui potrà pervenirsi a esito del procedimento *ex* art. 27 Regolamento – il gestore[432] dovrà infatti verificare l'idoneità del potenziale investitore rispetto alle caratteristiche dell'investimento nel fondo in discorso, tenendo in considerazione sia il bagaglio conoscitivo e le condizioni finanziarie dell'investitore, sia gli obiettivi specifici che lo stesso intende perseguire per il tramite dell'investimento. Un siffatto *test* di idoneità è finalizzato a consentire al gestore di ponderare le specifiche caratteristiche dell'investitore rispetto ai caratteri di illiquidità e di lungo termine dell'investimento che contribuiscono a definire la natura chiusa del fondo.

---

distribuzione degli strumenti sia compatibile con il target» (v. art. 24, parag. 2, MiFID II), in conformità a uno specifico processo di approvazione da porre in essere prima della commercializzazione o della distribuzione alla clientela (art. 16, parag. 3, MiFID II). E ciò al fine di far in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando siano compatibili con l'interesse del cliente. Peraltro, le regole di *product governance* sono presidiate dai poteri di *product intervention* conferiti alle autorità di vigilanza nazionali ed europee che, nel caso in cui sia messa a repentaglio la tutela degli investitori, l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema finanziario, possono vietare o limitare la distribuzione degli strumenti finanziari che violino i precetti di *product governance*. Sul punto, v., *funditus*, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 222 ss.; ID., *Considerazioni in materia di* product governance, in *Riv. dir. banc*., 30 settembre 2019; GUARRACINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la cd*. product intervention*)*, in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 231 ss.

[431] Così come avviene anche nell'ambito della cd. MiFID II nella quale viene stabilito *claris verbis* che la disciplina sulla *product governance* si aggiunge e non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse, nel senso che l'adempimento degli obblighi derivanti dalla disciplina della *product governance* è indipendente e non esime l'intermediario dal procedere alla valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza che dovrà effettuarsi nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente. V. Considerando n. 71, MiFID II.

[432] L'offerta o il collocamento diretto dell'ELTIF presso gli investitori *retail* è subordinata alla condizione che il gestore sia autorizzato a svolgere le attività di gestione di portafogli di investimento e di consulenza in materia di investimenti ai sensi dell'art. 6, dir. AIFM, come previsto dall'art. 30, parag. 2, Regolamento.

Sebbene, infatti, il Regolamento adotti delle specifiche misure che consentano di contemperare tali tratti fisiognomici dell'ELTIF rispetto all'esigenza di incentivare la raccolta di capitali anche nel mercato *retail*[433], rimane che l'investimento nel fondo espone l'investitore a rischi che potrebbero non essere sopportabili da parte dello stesso, specie se il ciclo di vita del fondo superi i dieci anni. Invero, ciò che il legislatore intende evitare è che l'*holding period* considerevole, l'illiquidità dell'investimento e la rischiosità dell'attività in cui l'ELTIF impiega i suoi capitali finiscano per "travolgere" l'investitore al dettaglio[434].

La specificità di tale valutazione – che non può prescindere dalla conoscenza delle attitudini e delle capacità finanziarie del singolo soggetto – andrà quindi compiuta in concreto per ciascun potenziale investitore, sebbene però sia prestabilita, in via generale, una misura massima di investimento da parte dell'investitore *retail* il cui portafoglio non superi la soglia indicata dall'art. 30, parag. 3, Regolamento[435].

Siffatte misure sono da coordinarsi, inoltre, con altre disposizioni regolamentari che corroborano la posizione di tutela accordata all'investitore *retail* che intenda investire nell'ELTIF. Del resto, infatti, i presidi suesposti sarebbero inefficienti e inefficaci se non fossero supportati da permeanti oneri informativi sia lato gestore, sia lato investitore.

È anzitutto prescritto a carico di quest'ultimo l'onere di fornire al gestore dell'ELTIF tutte le informazioni necessarie in merito alla composizione del proprio portafoglio – sia che esso comprenda strumenti finanziari sia che esso comprenda liquidità – sì da consentire al gestore la valutazione della compatibilità dell'investimento nel fondo in discorso con

---

[433] Sono annoverabili – tra i presidi adottati per mitigare i rischi connessi all'investimento nell'ELTIF – le disposizioni concernenti l'*early redemption* (v. *infra* pagar. 5), nonché le previsioni relative agli investimenti ammissibili – specie quelle che limitano l'uso di strumenti derivati, se non per finalità di *hedging* (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.1. e 4.2) – o i limiti connessi all'assunzione in prestito di liquidità *ex* art. 10, Regolamento.

[434] Ciò ancora più in ragione delle limitate possibilità per l'investitore di esercitare la cd. *early redemption*; sul punto, v. *infra* parag. 5 e, più diffusamente, cap. III, parag. 4.2.1.

[435] È infatti previsto che qualora il portafoglio di un potenziale investitore al dettaglio non superi la soglia dei cinquecento mila euro, l'investimento complessivo in ELTIF non può essere superiore al 10% del portafoglio di tale investitore, con un *entry ticket* di diecimila euro. Si tratta, invero, di un importo minimo di investimento non trascurabile che potrebbe disincentivare i *retail* dall'impiegare capitali nel fondo in discorso, pur trattandosi di un investimento minimo di gran lunga inferiore rispetto a quello richiesto con riguardo agli EuSEF ed EuVECA. Nell'ottica di rendere maggiormente attrattivo l'investimento nell'ELTIF – nel perseguimento dell'obiettivo di incanalare i capitali in favore dell'economia reale europea – sarebbe auspicabile un abbassamento della soglia minima di accesso al fondo. Come rilevato da ANNUNZIATA F., SIRI M., *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali,* in *Riv. soc.,* 2020, 611, la rigidità dei requisiti degli ELTIF potrebbe, invero, minare l'attrattività del prodotto, non essendo sufficiente a garantire il successo dello strumento – sia lato imprese "finanziate" sia lato investitori – la circostanza che l'ELTIF sia uno veicolo regolamentato in modo uniforme e vincolante in tutti i Paesi membri dell'Unione.

il profilo del potenziale investitore e, al contempo, il rispetto dei limiti di investimento prescritti dall'art. 30, parag. 3, Regolamento.

Ma, come è perspicuo, gli oneri informativi sono posti nella maggior parte a carico del gestore chiamato a colmare in via proattiva la differenza di competenze e conoscenze riscontrabili nella commercializzazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF agli investitori al dettaglio, piuttosto che a quelli professionali.

In ragione di ciò, è *in primis* necessario che la commercializzazione sia preceduta da un'adeguata consulenza in materia di investimenti[436] – parametrata anche in ragione delle competenze specifiche del soggetto in questione – e finalizzata a rendere edotto l'investitore delle caratteristiche intrinseche del prodotto e dei rischi scaturenti dall'impiego del capitale nell'ELTIF[437]. La *disclosure* informativa non si esaurisce nella consulenza adeguata che il gestore (o il distributore) deve fornire all'investitore, in quanto a essa è da aggiungere quella di carattere generale che è fornita per il tramite della pubblicazione del documento contenente le informazioni chiave, ovvero il cd. Kid (*key information document*) previsto dal reg. (UE) n. 1286/2014[438].

Si tratta di un documento il cui scopo è proprio quello di colmare il *gap* informativo degli investitori al dettaglio[439], facilitando la comprensione delle caratteristiche precipue del prodotto e dei relativi profili di rischio. La semplificazione e la standardizzazione delle informazioni – sebbene pensate per prodotti diversi dagli ELTIF – ben si confanno alle caratteristiche del fondo in discorso, poiché permettono di colmare il divario informativo che danneggerebbe i *retail*, consentendo al contempo una migliore allocazione delle risorse a vantaggio della crescita dell'economia reale europea.

---

[436] Cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 216 ss.

[437] Rimane fermo che, come sancito dall'art. 30, parag. 5, a prescindere dalla forma giuridica prescelta per l'ELTIF, l'investimento nel fondo non comporta l'assunzione di impegni ulteriori da parte dell'investitore se non quello relativo al capitale investito.

[438] Si tratta del Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, noti come PRIIPS (acronimo inglese del nome *Packaged retail investment and insurance-based investments products*). Per questioni di logica espositiva e non solo, per un'analisi della disciplina introdotta dal suddetto regolamento, si rinvia a GARIBOLDI, FRATI, *Il Regolamento Priips e l'impatto sulla trasparenza dei fondi comuni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 627 ss.; COLEART, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?* in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 2, 203 ss.; CASCINELLI, SASSO, *Il Regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il D. Lgs. 224/2016,* in *Diritto Bancario*, aprile 2017.

[439] L'uso del documento sulle informazioni chiave è rintracciabile altresì nell'ambito della commercializzazione degli o.i.c.v.m. Sul punto, v. parte I, cap. I, parag. 4.

La pubblicazione del Kid[440] – quale condizione per l'avvio della commercializzazione dell'ELTIF presso gli investitori al dettaglio[441] – rappresenta quindi un ulteriore presidio normativo – preventivo e di carattere generale – dettato dal Regolamento a tutela della *retail class* che potrà beneficiare di un documento, redatto in ossequio ai canoni della chiarezza e della sinteticità, che possa *ex ante* colmare il *deficit* di informazioni e di competenze degli investitori al dettaglio, sì che essi – in aggiunta alla consulenza adeguata *ex* art. 30 e al necessario *iter* di valutazione interna – possano essere posti, almeno in astratto, nelle condizioni di conoscere e comprendere i profili qualitativi dell'investimento nell'ELTIF. In tale contesto, il percorso prescelto dal legislatore europeo, nel conformare i presidi normativi dell'investitore al dettaglio, si pone quindi nel senso di scongiurare il cd. *overloading* informativo che mal si confà con l'esigenza di consapevolezza della *retail class*.

Invero, gli articolati meccanismi sopra esposti altro non sono che la reazione dei connotati fisiognomici del fondo in discorso sulla disciplina dell'investimento nell'ELTIF rispetto alla quale il legislatore europeo – mantenendo l'impostazione della *securities regulation* di derivazione statunitense, oramai acquisita dal diritto europeo dei mercati finanziari – ha adottato specifiche misure volte a consentire all'investitore (specie *retail*) una – per lo meno adeguata – comprensione dell'assumendo impegno, anche in considerazione della limitata possibilità di *exit* anticipata che discende dall'inevitabile carattere chiuso dell'ELTIF.

---

[440] Come noto, si tratta di un documento sintetico e schematico teso a captare anzitutto l'attenzione dell'investitore *retail* sul cd. *comprehension alert*, ovvero una frase sintetica che rilevi la necessità per l'investitore di ponderare la scelta di investimento in ragione della complessità del prodotto su cui si intende investire. Il documento chiave ha una struttura *standard*, redatto in modo conciso e con un linguaggio non tecnico, in modo da essere comprensibile per l'investitore al dettaglio, nonché reso agilmente accessibile agli stessi – anche attraverso il sito internet del *manufacturer* o del *distributor* – in tempo per la sottoscrizione. La standardizzazione del contenuto del Kid emerge anche sotto il profilo della sua struttura, dal momento che esso è composto da sezioni predefinite, articolate mediante domande che consentano così all'investitore di comprendere in modo rapido la natura del prodotto, i rischi connessi all'investimento e i potenziali rendimenti, le conseguenze in caso di incapacità a corrispondere quanto dovuto, i costi, l'*holding period* e l'eventuale diritto all'*early redemption*, nonché le modalità di presentazione di eventuali reclami. Si rileva che il Considerando n. 18 del regolamento (UE) n. 1286/2014 individua taluni criteri generali per delimitare il perimetro di applicazione della disciplina o, meglio, per delimitare *ex ante* quali siano i connotati che rendono un prodotto complesso o meno. Il prodotto in questione è infatti considerato "complesso" – e, quindi, destinatario della regolamentazione *de qua* – se investe in «attività sottostanti in cui di norma non investono gli investitori al dettaglio, se utilizza una serie di meccanismi diversi per calcolare il rendimento finale dell'investimento, creando un maggiore rischio di fraintendimenti da parte dell'investitore al dettaglio, se il rendimento dell'investimento sfrutta le inclinazioni comportamentali degli investitori al dettaglio [..]». Nel caso degli ELTIF la complessità del prodotto è determinata altresì dalla selezione degli investimenti ammissibili dal fondo, dal momento che la natura *long-term* e illiquida degli stessi conformano un prodotto che non ammette, fra le altre, forme di *early redemption*, se non nei limiti cui si farà riferimento *infra sub* parag. 5.

[441] In aggiunta al prospetto informativo *ex* art. 23 Regolamento. Così, già FINESI, *op. cit*., 501.

Allorché si creda nel proficuo impatto di queste regole sulla "costruzione" di un'effettiva consapevolezza dell'investitore sarebbe auspicabile una revisione delle disposizioni regolamentari che ancorano la partecipazione dell'investitore al dettaglio a limiti quantitativi[442], posto che simili misure – laddove prescrivono *entry ticket* non trascurabili – non costituiscono *ex se* un presidio ulteriore, ma piuttosto finiscono per rappresentare in concreto una barriera disincentivante per l'impiego di capitale nel veicolo in questione.

3. La natura chiusa dell'ELTIF: dal significante al significato

A questo punto, nell'intento di proseguire il percorso tassonomico sopra avviato[443] prendendo le mosse da taluni tratti fisiognomici dell'ELTIF, è d'uopo attribuire un preciso significato all'aggettivazione "chiuso" con cui si è definito il fondo in analisi[444]. E ciò non perché la natura *closed* dell'ELTIF rappresenti una novità nella disciplina della gestione collettiva del risparmio, ma in quanto essa costituisce la soluzione normativa cui le istituzioni europee sono pervenute al fine di incentivare l'afflusso di capitali pazienti nell'economia europea. Al contempo, il carattere chiuso del fondo rappresenta il *punctum dolens* della regolamentazione, poiché, se inteso in senso restrittivo[445], avrebbe disincentivato gli investitori – specie *retail* – dall'impiegare i loro capitali nell'ELTIF, con ciò inducendo il legislatore europeo a adottare una disciplina normativa di compromesso che, nell'ammettere ipotesi di *early redemption*, si espone tuttavia a talune criticità[446].

Preme anzitutto rilevare come la lettera del Regolamento si esima dall'attribuire un'espressa definizione in merito alla natura dell'ELTIF; in altri termini, il legislatore non categorizza il fondo *de quo*, pur disciplinando lo stesso al pari di un fondo

[442] V. art. 30 parag. 3, Regolamento.
[443] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 5.
[444] La scelta di rinviare l'analisi relativa al connotato in discorso rispetto a quella anzitempo svolta con riferimento alla prospettiva di lungo termine, al carattere illiquido degli investimenti e alla qualificazione "europea" del fondo, discende dall'effetto che tale tratto fisiognomico produce rispetto alla disciplina del fondo. In altri termini, la portata conformante di tale connotato può cogliersi *in toto* avendo riguardo alla politica di rimborso e, nello specifico, all'*an* e al *quando* sorge in capo all'investitore il diritto di chiedere il rimborso.
[445] Nel senso di ammettere richieste di rimborso nel solo momento in cui si sia stato completato il ciclo di vita del fondo come, invero, aveva inizialmente proposto la Commissione europea (v. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*).
[446] V. *infra* parag. 5, nonché cap. III, parag. 4.2.1.

dichiaratamente chiuso. Se, infatti, il *discrimen* tra OICR chiusi o aperti sta – in termini di assoluta semplificazione[447] – nella sussistenza o meno del diritto da parte dell'investitore di poter chiedere il rimborso "*ad libitum*"[448], non v'è dubbio che l'esclusione di tale eventualità – salvo talune eccezioni cui si farà riferimento nel prosieguo – renda *ex se* l'ELTIF un fondo chiuso.

Invero, nel caso degli ELTIF, tale qualificazione non dipende solo dalla frequenza del diritto di rimborso attribuito all'investitore, ma rappresenta piuttosto l'effetto del carattere conformativo che il profilo temporale assume rispetto alla disciplina in discorso, come del resto emerge già dal *nomen iuris* della fattispecie[449]. La natura chiusa del fondo risulta infatti essere la risposta più adeguata – secondo le istituzioni europee – rispetto alle esigenze sottese alla creazione del veicolo in analisi, ovvero incentivare l'impiego di capitali pazienti in attività produttive a vantaggio dell'economia reale europea[450], sì da favorire canali di finanziamento per le imprese alternativi al tradizionale *leverage* bancario.

In generale, nella gestione collettiva del risparmio è tendenzialmente rilevabile un legame biunivoco tra la politica di investimento prescelta e la categoria (aperta o chiusa) di appartenenza del fondo[451], giacché la scelta di investimenti in attività illiquide si riverbera sulla politica di rimborso e, dunque, sull'*an* e sul *quando* l'investitore abbia diritto a

---

[447] Sul punto, v. *inter alia*, COSTI, *op. cit*., 211 ss.; ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, cit., 471 ss.; ID, *Gestione collettiva del risparmio*, cit., 356 s.; CAVANNA, *op. cit*., 21 ss.;

[448] *Rectius* «secondo le procedure e la frequenza stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale», come previsto dall'art. 1 Regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione del 17 dicembre 2013 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi. Nello stesso senso si pone l'art. 9 del d.m. 5 marzo 2015, n. 30, emanato in attuazione all'art. 39 t.u.f., concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani. Così, in luogo della precedente disciplina che ammetteva rimborsi «in qualsiasi momento», nel caso di investimento in un fondo aperto, adesso si fa riferimento a una periodicità e regolarità del rimborso, sulla base delle disposizioni contenute negli atti istitutivi o regolamentali dell'OICR. Sul punto, si avrà modo di soffermarsi nel prosieguo della trattazione (v. *infra* cap. III, parag. 4.2.3.).

[449] La prospettiva *long-term* che connota la fattispecie *de qua* rileva, infatti, sia in relazione alla durata dell'investimento e al tipo di attività in cui il fondo può investire il capitale raccolto, sia rispetto alla struttura stessa del prodotto finanziario. Con riferimento alla selezione degli investimenti ammissibili in cui l'ELTIF può impiegare il suo capitale; v. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.1.

[450] Come rilevato da COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al consiglio e al Parlamento europeo sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, cit., il finanziamento a lungo termine si connota per: *i*) l'essere rivolto ad attività produttive che sostengono la crescita riducendo i costi, diversificando i mezzi di produzione e creando posti di lavoro in modo intelligente, sostenibile e inclusivo; *ii*) la pazienza degli investitori che tengono conto dei risultati e dei rischi dei loro investimenti a lungo termine; *iii*) l'impegno degli investitori che tengono in considerazione questioni di più lungo termine, quali le questioni ambientali, sociali e di *governance*, nelle loro strategie di investimento.

[451] Cfr. ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, cit., 113; ID., *Gestione collettiva del risparmio*, cit., 356 ss.

richiedere il rimborso del capitale investito. Specularmente, la qualificazione del fondo quale organismo chiuso influisce sulla selezione degli investimenti operabili da parte dell'OICR che, non dovendo soddisfare in qualunque momento richieste di rimborso, potrà impiegare i propri capitali in attività che non abbiamo una pronta e rapida liquidazione.

Ora, tanto la legislazione europea quanto quella domestica hanno delineato la natura chiusa o aperta di un fondo sulla base di elementi che riguardano la frequenza del diritto di rimborso e, di conseguenza, le scelte di investimento operate dall'OICR che devono essere coerenti con la possibilità di disinvestimento attribuita agli investitori[452].

Nel caso dell'ELTIF, il legislatore non si pone il problema classificatorio, in quanto la natura chiusa del fondo è un carattere genetico dello stesso e, come tale, irrinunciabile, in quanto, diversamente, la definizione di un prodotto ammesso a offrire rimborsi anticipati avrebbe significato – nell'originaria prospettiva del legislatore europeo – «diluir(e) necessariamente la prospettiva a lungo termine del fondo [..]»[453]. Sulla scorta di ciò, quindi, l'ELTIF è – e potrà essere solo – un fondo chiuso, non potendosi ammettere forme o qualificazioni alternative dello stesso senza che si alteri la natura stessa del prodotto, dal momento che la portata conformativa della dimensione temporale – nella sua accezione di lungo periodo – non poteva che influire *ab imis* sulla tassonomia dell'ELTIF e sulla sua regolamentazione[454].

Non v'è dubbio che al significante "chiuso" si attribuisca un significato che non si allontana da quello tradizionalmente attribuito a tale qualificazione, ma pare che esso possa in sé acquisire un valore ulteriore che esula dalla sola disciplina del diritto di rimborso.

L'ontologica natura chiusa dell'ELTIF si riverbera infatti non solo sui profili che attengono al diritto di rimborso dell'investitore, ma altresì – seppure in via indiretta – sulla disciplina dell'investimento nel fondo che, come sopra detto[455], impone al gestore permeanti oneri informativi, specie nel caso degli investitori *retail*[456]. Invero, l'intera

---

[452] V. Regolamento delegato (UE) n. 694/2014, nonché, in ambito nazionale, d.m. 5 marzo 2015, n. 30; sul punto, v. *infra* cap. III, parag. 4.2.3.

[453] V. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*,7.

[454] Nella selezione delle attività *elegible* in cui l'ELTIF può impiegare il suo capitale si riverberano i caratteri illiquido e *long-term* che connotano il fondo, rendendo, di conseguenza, il carattere chiuso dell'ELTIF una scelta normativa obbligata e inderogabile.

[455] V. *supra* parag. 1.

[456] V. *supra* parag. 2.2. e 2.2.1.

disciplina regolamentare manifesta la volontà del legislatore di trovare un bilanciamento tra esigenze di crescita dell'economia europea e di tutela degli investitori, tra attrattività del prodotto e stabilità degli investimenti, nella consapevolezza che il contenimento del cd. *short-terminism* potrebbe non essere agevole.

Ed è proprio il "timore" che la prospettiva *long-term* possa costituire un freno per la fiducia degli investitori che ha indotto il legislatore europeo a cedere a forme di *early redemption*, sebbene in via generale e di principio le caratteristiche del fondo mal si confacciano a simili ipotesi[457].

4. La configurabilità di un diritto al rimborso dell'investitore

Se, come sopra rilevato, con riferimento alla disciplina dell'investimento il carattere chiuso del fondo in discorso incide in via indiretta sulla regolamentazione, è con riguardo alla facoltà di richiedere il rimborso delle quote che si manifesta *in toto* la portata della natura chiusa del fondo.

Invero, nel carattere *closed* del fondo trovano sintesi gli ulteriori tratti fisiognomi dell'ELTIF che, per la loro natura conformante e inderogabile, non potevano che condurre a definire un prodotto rispetto al quale – almeno in linea di massima – fosse precluso il diritto di chiedere *ad libitum* il rimborso della quota investita. In altri termini, sia la natura *long-term*, sia l'illiquidità degli investimenti e, ancor più, le esigenze sottese all'emanazione del Regolamento, imponevano al legislatore di adottare uno strumento che – in antitesi rispetto al *trend* registratosi negli ultimi decenni – incentivasse investimenti stabili e duraturi di cui potessero beneficiare imprese di medie e piccole dimensioni in alternativa ai tradizionali canali di finanziamento.

Siffatti elementi contribuiscono a definire una regolamentazione che, in linea di massima, vede il rimborso dell'investitore come un evento tendenzialmente riconducibile al momento in cui il fondo ha, in modo fisiologico, completato il suo ciclo di vita *ab origine* stabilito negli atti istituivi dell'OICR. È quindi necessario che la dimensione temporale

[457] Almeno questa era la tesi inizialmente sostenuta dalla Commissione europea e riprodotta nella prima versione della proposta di regolamento concernente gli ELTIF; v. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*.

di durata del fondo sia compatibile con la *maturity* degli investimenti operati dall'ELTIF, posto che l'illiquidità delle attività in cui investe il fondo in discorso preclude allo stesso la possibilità di soddisfare richieste di rimborso anticipate.

Risulta imprescindibile quindi predeterminare il ciclo di vita del fondo in conformità alla durata degli investimenti *elegible* operati dallo stesso, sì da far coincidere il sorgere del diritto al rimborso degli investitori con il momento in cui siano liquidabili le attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF.

Se questa è la regola, non v'è dubbio che diventi dirimente comprendere quale debba essere il ciclo di vita del fondo e se e in che termini esso sia prorogabile da parte del gestore.

Invero, il Regolamento non pone dei parametri che consentano, in via generale, di definire quale sia l'adeguato ciclo di vita del fondo[458], ma si limita a prescrivere che lo stesso debba essere «coerente con la sua natura a lungo termine e con il suo obiettivo di investimento dichiarato», nonché che esso debba essere «di durata sufficiente a coprire il ciclo di vita di ognuna delle singole attività dell'ELTIF, misurato in base al profilo di illiquidità e al ciclo di vita economico dell'attività»[459].

Sul punto, è intervenuto un regolamento delegato della Commissione[460] che ha definito come «di sufficiente durata» il ciclo di vita dell'ELTIF che sia allineato all'orizzonte temporale più lungo previsto per le attività che lo stesso detiene nel suo portafoglio, ammettendo che il fondo investa in attività aventi una durata che, a ogni modo, non ecceda il tempo residuo di "vita" del fondo medesimo[461].

---

[458] Nel Regolamento non vi è una disposizione normativa che quantifichi la portata del connotato "*long-term*", con ciò rimettendo all'autonomia gestoria l'individuazione – sulla scorta delle valutazioni cui si farà riferimento *infra* – della durata dell'ELTIF. Con riferimento a una possibile definizione di *long-term*, si rinvia a BASSANINI, REVIGLIO, *op. cit.,* 7, che richiamano la proposta definitoria elaborato dall'OCSE. Per una qualche considerazione circa la necessaria accezione positiva con cui pare si connoti l'orizzonte temporale di lungo periodo, v. *infra* cap. III, parag. 4.2.5.

[459] V. art. 18, parag. 3, Regolamento. IEZZI, *sub* art. 39, cit., 280, seppure con riferimento alla disciplina nazionale, fa riferimento al principio di coerenza, nel senso che la durata dell'OICR deve risultare coerente con la natura – e, di conseguenza, con la durata – degli investimenti operati.

[460] Si tratta del regolamento delegato (UE) 2018/480 della Commissione del 4 dicembre 2017 che integra il regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sugli strumenti finanziari derivati utilizzati a solo scopo di copertura, sulla sufficiente durata del ciclo di vita dei fondi di investimento europei a lungo termine, sui criteri di valutazione del mercato dei potenziali acquirenti e sulla valutazione delle attività da liquidare, e sulle tipologie e caratteristiche degli strumenti a disposizione degli investitori al dettaglio (nel prosieguo, il "Regolamento Delegato").

[461] Siffatta disciplina prende le mosse dal *Final report. Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation* dell'ESMA che, a esito di consultazioni aventi a oggetto, fra le altre, la questione relativa alla durata del fondo, ritiene necessaria una regolamentazione uniforme e unitaria del ciclo di vita del fondo, stante la rilevanza che tale definizione assume rispetto anche alle richieste di rimborso formulate dagli

Ne consegue che sebbene il tratto caratteristico della fattispecie in analisi sia la sua natura *long-term* non v'è dubbio che tale profilo, in difetto di un'accezione univoca, dipenda in concreto dal tipo di investimenti prescelti dall'ELTIF, poiché sono questi che influenzano il ciclo di vita del fondo stesso[462].

L'individuazione specifica della fine del ciclo di vita del fondo è rilevante poiché essa costituisce il momento a partire dal quale gli investitori possono richiedere il rimborso delle quote o delle azioni detenute nell'ELTIF, essendo preclusa – in linea di massima – tale richiesta prima del raggiungimento dell'orizzonte temporale stabilito nel regolamento o negli attivi istitutivi del fondo. Ne discende che la politica di rimborso prevista dall'ELTIF non avrà a oggetto la frequenza del rimborso degli investitori, posto che tale possibilità è *ex se* concretizzabile solo quando – come prescritto dall'art. 18, parag. 1, Regolamento – il fondo avrà completato il suo ciclo di vita e non già prima, salvo le eccezioni che nel prosieguo si osserveranno[463].

Invero, l'assenza di una frequenza del rimborso – intesa quale *spatium temporis* ripetuto nel tempo in cui sia possibile esercitare la *redemption* – comporta che, lato investitore, non sussista alcun diritto di *exit* dal fondo prima che si raggiunga il *dies a quo* e ciò, in ragione dell'illiquidità degli investimenti operati dall'ELTIF da cui discende l'impossibilità del fondo di dar seguito a richieste anticipate di rimborso. In ciò risiede, del resto, la differenza tra gli organismi definiti chiusi e quegli OICR che, per converso, sono definiti come aperti rispetto ai quali sono prestabiliti momenti – plurimi nell'arco

investitori. A fronte dell'*option* 1 – secondo cui «*the RTS would focus on the portfolio of the ELTIF as a whole rather than on the individual assets. The life of an ELTIF would be determined based on the average duration of all the assets in the portfolio of the ELTIF*» – e della differente posizione *sub option* 2 – secondo cui «*the life of an ELTIF would be set in a way that takes into account each and all of the individual assets of the ELTIF portfolio. The life of an ELTIF would be determined with reference to the individual asset within the ELTIF portfolio which has the longest life-cycle*» – l'ESMA rileva che «*decided to retain an amended version of option 2 and discarded option 1. The baseline scenario was also discarded as it would have left discretion to ELTIF managers and NCAs to determine in which circumstances the life of an ELTIF is sufficient in length, which would have led to a lack of harmonisation and potential inconsistencies across Europe in the application of one of the key provisions of the ELTIF Regulation. ESMA felt that option 1 was sub-optimal as, in situations where an ELTIF invests into assets that have different maturity profiles, it is important to ensure that the life of an ELTIF is set in a manner that appropriately takes into account the assets with the longest maturity. This is essential to avoid a situation where the life of an ELTIF is too short and the ELTIF is not able to satisfy redemption requests from investors after the end of its life because the assets left in its portfolio after such a date have a residual maturity which exceeds the end of its life. Moreover, option 1 does not seem to be compatible with the provisions of Article 18(3) of the ELTIF Regulation which provide that "The life of an ELTIF [...] shall be sufficient where an ELTIF in length to cover the life-cycle of each of the individual assets of the ELTIF [...]*».

[462] Tale profilo dovrà, inoltre, essere oggetto di considerazione nella valutazione dell'idoneità del fondo a essere oggetto di commercializzazione presso il mercato al dettaglio. V. *supra* parag. 2.2.

[463] Circa le possibili eccezioni alla regola suddetta, v. *infra* parag. 5.

della "vita" del fondo – in cui, con una certa frequenza, sia esercitabile da parte dell'investitore un diritto al rimborso della quota investita.

Ora, se, nel caso degli ELTIF, il diritto al rimborso esercitabile da parte dell'investitore sorge al raggiungimento della fine del ciclo di vita del fondo, ciò significa che, raggiunto tale momento[464], l'esercizio dello stesso prescinde dalla volontà del soggetto nei cui confronti esso si fa valere, con la conseguenza che, in capo al gestore, sorgerà l'obbligo di soddisfare la legittima pretesa dell'investitore.

Tuttavia, sebbene la fine del ciclo di vita del fondo debba essere stabilita *ab origine* – al momento della costituzione dell'ELTIF – non può non considerarsi come essa risponda a una valutazione prognostica che il gestore del fondo opera sulla base della politica di investimenti che intende attuare. In altri termini, a seconda del tipo di attività ammissibili in cui si intende impiegare il capitale e presumendo quali possano essere gli orizzonti temporali degli operandi investimenti si determina la data in cui si concluderà la "vita" del fondo, in modo che questa possa coincidere con le aspettative di rimborso degli investitori, ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento.

In tale contesto, il legislatore europeo lascia però aperta la possibilità che il regolamento dell'ELTIF possa prevedere il diritto di estensione «temporanea» del ciclo di vita dell'ELTIF, rimettendo quindi alla specifica disciplina del fondo anche le condizioni per l'esercizio di tale possibilità[465].

Siffatta evenienza se, da un lato, pare rispondere alla necessità di evitare rigidi e aprioristici inquadramenti temporali che potrebbero non essere coerenti con gli investimenti operati dal fondo – con il conseguente rischio di compromettere la redditività dell'investimento medesimo – dall'altro, tuttavia, comporta una necessaria procrastinazione del rimborso degli investitori dal momento che, non giungendo a compimento il ciclo di vita del fondo – in ragione dell'intervenuta estensione temporale della durata dello stesso – non sorgerebbe nemmeno il conseguente diritto degli investitori a chiedere il rimborso[466]. Il rischio scaturente da una simile previsione – la cui lettera non

[464] Invero, il raggiungimento di tale momento presuppone l'avvio della liquidazione del fondo, come prescritto dall'art. 21 Regolamento; sul punto, v. *infra* cap. III, parag. 2 ss.

[465] V. art. 18, parag. 1, Regolamento.

[466] In siffatta ipotesi, quindi, l'estensione della prospettiva temporale originaria graverebbe sugli investitori che – salvo le eccezioni di cui nel prosieguo si darà conto – non potrebbero vantare alcuna pretesa nei confronti del fondo *de quo*, proprio in considerazione del mancato completamento del ciclo di vita del fondo. In ragione di ciò, diviene fondamentale l'indicazione specifica nel prospetto informativo della data di fine del ciclo di vita del fondo e, soprattutto, dell'eventuale ipotesi di estensione dello stesso e delle condizioni al ricorrere delle quali siffatta estensione è ammissibile (v. art. 23, parag. 4, lett. b).

pone limiti cogenti[467] circa le condizioni di esercizio dell'estensione di durata del fondo – è che si generino oneri difficilmente sopportabili da parte degli investitori – specie *retail* – o applicazioni non omogenee a livello comunitario della disciplina in discorso[468].

A questo punto, il dubbio che si pone è se, in assenza di un diritto dell'investitore a richiedere il rimborso *ante* completamento del ciclo di vita, possa, invece, configurarsi un diritto del fondo stesso a rimborsare la quota agli investitori.

Si tratta, invero, di un'evenienza non nuova nell'ambito della regolamentazione dei fondi di investimento chiusi rispetto ai quali è ammissibile che rimborsi anticipati siano effettuabili su iniziativa del gestore[469].

Se, da un punto di vista tassonomico, l'ELTIF è riconducile alla categoria dei fondi chiusi, non v'è dubbio che una simile ipotesi possa ammettersi anche con riguardo al fondo in discorso, configurandosi un diritto del gestore che prescinda dalla volontà dell'investitore di ottenere un rimborso anticipato dell'investimento. E, invero, una simile eventualità pare ammissibile anche in ragione del tenore dell'art. 22, parag. 3, Regolamento, che ammette la riduzione del capitale dell'ELTIF «in caso di liquidazione di attività prima della fine del ciclo di vita» ma a condizione che tale liquidazione anticipata «sia debitamente valutata nell'interesse degli investitori da parte del gestore». Tale *condicio* è imprescindibile affinché il fondo possa dar luogo a rimborsi "anticipati" su impulso del gestore, con la conseguenza che, pur non essendo necessario il consenso degli investitori, i loro interessi dovranno comunque essere considerati ai fini dell'ammissibilità dell'operazione in discorso[470].

---

[467] Per converso, pare che tutto sia rimesso all'autonomia regolamentare del prodotto in questione. Sui profili che concernono la libertà di disciplina dell'ELTIF rimessa agli atti istitutivi dello stesso, v. *infra* cap. III, parag. 3.

[468] Sul punto, v, *infra* cap. III, parag. 3.

[469] Così è previsto, in ambito nazionale, dall'art. 11, d.m. 5 marzo 2015, n. 30, secondo cui è ammesso che il regolamento o lo statuto del FIA possano prevedere la possibilità che le azioni o le quote dello stesso siano, su iniziativa del gestore, rimborsate anticipatamente a tutti i partecipati, in proporzionalmente al *quantum* posseduto da ciascuno di essi. Cfr. ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, cit., 117 ss. Rispetto alla disciplina nazionale, la regolamentazione europea in materia di ELTIF fa un passo in avanti significativo, ancorando la rimborsabilità anticipata della quota su iniziativa del gestore alla sussistenza di un interesse da parte degli investitori. Sebbene poi la valutazione di quale sia tale interesse e di come esso debba essere valutato sia necessariamente rimessa agli atti istitutivi dell'ELTIF, tale previsione pare debba intendersi nel senso che sia prospettabile un rimborso degli investitori laddove ciò corrisponda per lo meno a un interesse condiviso e generale dei partecipanti, i quali non potranno opporre alcuna contraria volontà, se non provare l'assenza di un interesse tale da giustificare un rimborso anticipato su iniziativa gestoria.

[470] Il riferimento alla valutazione dell'interesse degli investitori rappresenta un presidio di tutela per coloro che hanno investito i loro capitali nell'ELTIF, seppure abbia un contorno così labile e indefinito che potrebbe esporsi a interpretazioni ondivaghe. Per conferire maggiore concretezza alla clausola generale del «rispetto degli interessi degli investitori» potrebbe ammettersi che gli importi scaturenti dalla liquidazione

Ne discende che la necessaria natura chiusa dell'ELTIF impone che il sorgere del diritto dell'investitore alla *redemption* è temporalmente ancorato alla conclusione del ciclo di vita del fondo, salvo il caso in cui la pretesa sottesa al diritto – ovvero il rimborso – sia azionata da parte del gestore *sua sponte*. In ogni caso, a prescindere dalle circostanze che abbiano dato luogo al rimborso – siano esse conseguenti all'esercizio del diritto da parte dell'investitore o nel diverso caso in cui esse discendano da un'iniziativa *motu proprio* del gestore – le modalità di soddisfacimento della *redemption* dell'investitore, sotto il profilo qualitativo, sono le medesime, dal momento che, ai sensi dell'art. 18, parag. 5, Regolamento, il rimborso avverrà sempre in denaro, salvo che siano integrati i presupposti prescritti dal successivo parag. 6, al ricorrere dei quali è possibile dar luogo a un rimborso in natura mediante l'attribuzione delle attività dell'ELTIF[471].

5. Alternative forme di *exit* "anticipata" dall'ELTIF da parte dell'investitore

Negli intenti originari il carattere chiuso dell'ELTIF doveva essere inderogabile e ad applicazione restrittiva, come si evince dalla proposta di Regolamento che non contemplava alcuna evenienza in cui l'investitore – fosse esso *retail* o professionale – potesse richiedere il rimborso prima della conclusione del ciclo di vita del fondo e ciò, in ragione della natura illiquida delle attività ammissibili in cui l'ELTIF investe il suo capitale[472].

---

di un'attività prima della conclusione del ciclo di vita del fondo vadano a corroborare quel *buffer* di liquidità fruibile da parte del fondo per le richieste di *early redemption* – ove siano ammesse dal regolamento del prodotto – che gli investitori possono avanzare ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento. Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di argomentare *infra* cap. III, parag. 4.2.1.

[471] In particolare, è necessario che siano integrate tutte le seguenti condizioni, ovvero: *i*) il regolamento o i documenti costitutivi dell'ELTIF prevedano la possibilità di rimborsi in natura, purché tutti gli investitori ricevano pari trattamento; *ii*) l'investitore chieda per iscritto di essere rimborsato mediante una quota delle attività dell'ELTIF; *iii*) non esistano norme specifiche che limitino il trasferimento di dette attività.

[472] Cfr. MOLONEY, *Eu securities*, cit., 318, il quale, sulla base del testo della proposta avanzata dalla Commissione, rilevava come «*ELTIFs will not be liquid investments, reflecting the long-term nature of underlying investments and the related illiquidity premium associated with such investments. The proposed regulatory regime for ELTIFs is accordingly designed to ensure that AIFMs have sufficient flexibility to design the ELTIF such that the risk/return profile of the underlying assets is reflected in the investment holding period and in the ELTIF's life, and to prohibit early redemption right which could be disturb the ELTIF's structure. Accordingly, the decision as to the lifetime of the ELTIF is reserved to the AIFM, and investors may not ask for the redemption of their investment before the end of the ELTIF's life [..]. The Proposal does not place parameters in the ELTIF life-cycle, save to require that it must be sufficient in length to cover the life-cycle of the individual assets held by the ELTIF, measured according to the illiquidity profile and economic life-cycle of the assets and the ELTIF's investment objective*»

Come detto[473], nella prospettiva originaria della Commissione se si fosse ammessa la possibilità di ottemperare richieste di *early redemption* il rischio sarebbe stato quello di vanificare le finalità sottese all'emanazione del Regolamento in discorso, ovvero incentivare il finanziamento a lungo termine nell'ottica di agevolare la crescita dell'economia reale europea. Del resto, le attività *elegible* in cui l'ELTIF può impiegare i suoi capitali sono selezionate in considerazione della prospettiva *long-term* che connota la fattispecie in esame, con la conseguenza che l'eventuale necessità di soddisfare richieste di rimborso anticipato avrebbe comportato il rischio, per un verso, che la liquidazione degli investimenti operati dovesse avvenire «al di sotto del prezzo ritenuto equo dal gestore nell'ambito di una vendita non forzata», per altro verso, che siffatte operazioni avrebbero ridotto «il flusso di proventi per gli altri investitori che rimangono nell'ELTIF»[474] e, in guisa di ciò, generato conflitti di interessi tra gli investitori richiedenti il rimborso e quelli che mantengono l'investimento.

Non v'è dubbio che nel dettare regole sul prodotto – come, per l'appunto, fa il Regolamento – il legislatore debba conformare *ab origine* la natura del veicolo sulla base delle intrinseche caratteristiche dello stesso, tenendo conto delle finalità che hanno sospinto la "creazione" della fattispecie. Invero, già la previsione di un regime di armonizzazione massima per un OICR aperto – in linea di massima – al mercato *retail*[475] e commercializzabile nell'intero territorio dell'Unione in forza del regime del passaporto europeo e sulla base del principio *dell'home country control* costituisce *ex se* un rilevante passo in avanti nella costruzione della *Capital Markets Union*. Giacché non è solo questo lo scopo che ha indotto il legislatore a introdurre siffatto organismo, ma v'è la necessità di "abbandonare" il *trend* dello *short-terminism*[476], in luogo di una diversa prospettiva temporale degli investimenti, non poteva non conformarsi un prodotto che per sua

[473] V. *supra* parag. 3.

[474] COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*, 6.

[475] Sul punto, COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*, 9, rileva che la scelta di escludere il diritto di rimborso è stata sostenuta anche in considerazione della necessità di garantire tutela agli investitori. Per quanto sia possibile che alcuni investitori al dettaglio siano meno propensi a investire in un fondo senza diritti di rimborso su richiesta, secondo la Commissione, «i rischi connessi all'offerta di tali diritti potrebbero compromettere il modello di fondo e la riduzione di efficacia degli investimenti derivante dall'esigenza di garantire maggiore liquidità ridurrebbe l'impatto del possibile incremento della domanda al dettaglio».

[476] Tendenza aprioristicamente demonizzata. Sul punto, cfr. ROE, SHAPIRA, *The power of the Narrative in Corporate Lawmaking,* in *Harvard Public Law Working Paper*, novembre 2020, 12, nonché quanto si avrà modo di rilevare *infra* cap. III, parag. 4.2.5.

naturale vocazione impedisse forme di rimborso anticipato agli investitori – ontologicamente antitetiche rispetto alle finalità suddette – senza che ciò, tuttavia, diventasse d'ostacolo rispetto all'esigenza di reperire capitali nel mercato[477] . Da ciò discende quindi la scelta legislativa di modellare la regolamentazione del fondo *de quo* sulla base anche della propensione all'investimento del mercato che spesso – specie quello *retail*[478] – è piuttosto restio a forme di totale *lock up* dei capitali, soprattutto se con orizzonti temporali di lungo periodo.

In considerazione di ciò, il legislatore europeo configura e regolamenta due diverse forme di "uscita" anticipata da parte degli investitori. Invero, siffatte modalità, pur perseguendo entrambe la finalità di consentire all'investitore di "svincolarsi" dall'investimento nell'ELTIF, differiscono nel modo in cui consentono il raggiungimento del predetto scopo, dal momento che solo una delle due modalità è qualificabile *strictu sensu* come *early redemption*, mentre la seconda consente l'*exit* dal fondo senza alcuna richiesta di rimborso[479].

Quest'ultima, finalizzata ad agevolare la posizione degli investitori – vincolati tendenzialmente per tutto il ciclo di vita del fondo – permette agli stessi di negoziare le quote o le azioni dell'ELTIF in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di

[477] Secondo il Considerando n. 35, Regolamento, «sebbene gli investitori individuali possano essere interessati a investire in un ELTIF, il carattere illiquido della maggior parte degli investimenti in progetti a lungo termine impedisce a un ELTIF di effettuare rimborsi periodici ai propri investitori. Per sua natura, l'investimento in tali attività impegna il singolo investitore per l'intera durata prevista. Di conseguenza, in linea di principio gli ELTIF dovrebbero essere strutturati in modo da non offrire rimborsi periodici prima della fine del loro ciclo di vita», il successivo Considerando n. 36 apre a forme di forme di *early redemption*, rilevando che «per incoraggiare gli investitori, in particolare gli investitori al dettaglio, che potrebbero non essere intenzionati a impegnare il loro capitale per un lungo periodo di tempo, un ELTIF dovrebbe poter offrire ai propri investitori, a talune condizioni, diritti di rimborso anticipato. Pertanto, il gestore dell'ELTIF dovrebbe avere la facoltà di decidere se istituire ELTIF con o senza diritto di rimborso, a seconda della strategia di investimento dell'ELTIF. Allorché è instaurato un regime di diritti di rimborso, è opportuno che tali diritti e le loro principali caratteristiche siano chiaramente predefiniti e indicati nel regolamento dell'ELTIF o nei suoi documenti costitutivi».

[478] Si tratta, a ogni modo, di meccanismi attivabili non solo da parte degli investitori *retail* ma altresì da parte di quelli professionali, fermo che è per lo più tra gli investitori al dettaglio che è riscontrabile una maggiore "insofferenza" a mantenere impieghi di capitale con lunghi orizzonti temporali.

[479] V. Considerando n. 34 Regolamento, secondo cui «sebbene un ELTIF non sia tenuto a offrire diritti di rimborso prima della fine del suo ciclo di vita, nulla dovrebbe ostare a che un ELTIF chieda l'ammissione delle sue quote o azioni a un mercato regolamentato o a un sistema multilaterale di negoziazione, offrendo così agli investitori un'opportunità di vendere le proprie quote o azioni prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. Il regolamento o i documenti costitutivi di un ELTIF non dovrebbero impedire che le quote o azioni dell'ELTIF siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, né impedire agli investitori di trasferire liberamente quote o azioni a terzi che siano disposti ad acquistarle. L'obiettivo è quello di promuovere i mercati secondari come importante piattaforma di negoziazione per gli investitori al dettaglio per l'acquisto e la vendita di quote o azioni dell'ELTIF».

negoziazione[480]. Del resto, la natura illiquida degli investimenti e il conseguente carattere chiuso del fondo fa del mercato secondario – in teoria – il terreno di elezione per l'attività di acquisto e cessione delle quote del fondo, dal che non può ammettersi alcuna limitazione alla circolazione delle stesse nei confronti di soggetti terzi[481].

Non v'è dubbio che la negoziazione delle quote nel mercato regolamentato risolverebbe *ab imis* la questione dell'*early redemption* dell'investitore, nella misura in cui questi non avrà alcuna necessità di rivolgersi al fondo per richiedere il rimborso, reperendo sul mercato stesso l'alternativa per svincolarsi dall'investimento *long-term*. Indubbio è altresì che tale ipotesi non sia idonea ad alterare l'inquadramento tassonomico sino ora esposto, dal momento che la qualificazione dell'ELTIF in termini di fondo chiuso non muta di certo in ragione dell'ammissione alla negoziazione nel mercato secondario delle sue quote o azioni[482].

Di tutt'altra portata è invece la seconda alternativa contemplata dal legislatore e che consente – *strictu sensu* – un rimborso anticipato dell'investitore. È perspicuo come il connotato *closed* del fondo – nella versione definitiva del Regolamento poi approvato – ha ceduto (in parte) il passo all'esigenza di rendere il prodotto attrattivo e capace di mobilitare ingenti investimenti a vantaggio dell'economia europea, ammettendo la possibilità per gli investitori di richiedere il rimborso prima della fine del ciclo di vita del fondo.

È pur vero che contemplare ipotesi di *early redemption* non vuol dire che gli investitori possono *ad libitum* chiedere e ottenere il rimborso, ma significa piuttosto creare le

---

[480] La negoziazione delle quote o delle azioni dell'ELTIF nel mercato secondario comporta che saranno qualificati a tutti gli effetti come prodotti di investimento e, come tali, esposti all'applicazione della disciplina dettata dalla MiFID I, sia in punto di commercializzazione, sia in relazione agli obblighi di trasparenza ivi contemplati. Per regioni di logica espositiva e non solo, per un'analisi della disciplina applicabile si rinvia, *inter alia*, a PEZZUTO, RAZZANTE, *MiFID II: le novità per il mercato finanziari*o, cit.; DI CHIO, *Appunti su MiFID II e MiFIR: un nuovo contesto di riferimento?,* cit., 865; MICHIELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali,* cit., 555 ss.; ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II,* cit., 1100 ss.; RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella cd. MiFID II,* in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 3 ss.

[481] V. art. 19, Regolamento, il quale prevede che il fondo pubblichi – nelle sue relazioni periodiche – il valore di mercato delle quote o azioni quotate insieme al valore patrimoniale netto per quota o azione, al fine di consentire all'investitore interessato a cedere la quota detenuta nel fondo di valutare la convenienza della negoziazione nel mercato e la possibilità di realizzare una qualche plusvalenza.

[482] Si tratta infatti di circostanze estranee alla vita del fondo e che non impongono alcuna modifica delle strategie di investimento del fondo, posto che il controvalore dell'*exit* dell'investitore è affidato alla negoziazione nel mercato secondario e alle regole che governano la stessa. Del resto, l'art. 1, parag. 1, reg. delegato (UE) 694/2014 sancisce *claris verbis* che «il fatto che le quote o azioni del FIA possano essere negoziate sul mercato secondario e non siano riacquistate né rimborsate dal FIA stesso non è rilevante per stabilire se il FIA sia o no di tipo aperto», disposizione che vale, di certo, anche con riferimento agli ELTIF.

condizioni affinché un fondo che *ex se* nasce come chiuso[483] – in ragione dell'illiquidità degli investimenti operati – sia in grado di soddisfare eventuali richieste.

In guisa di ciò, come già rilevato[484], la politica di investimento dettata dal Regolamento contempla, tra le attività ammissibili nelle quali l'ELTIF può impiegare i propri capitali, l'investimento in beni UCITS *compliance*, con ciò consentendo al fondo di costituire un *buffer* di liquidità[485] che possa essere funzionale al soddisfacimento dell'eventuale *early redemption* esercitata dagli investitori ai sensi dell'art. 18 Regolamento. L'apertura del fondo a investimenti in attività liquide – seppure nei limiti di cui all'art. 13 – non rappresenta, come detto[486], una contraddizione rispetto alla natura illiquida degli investimenti dell'ELTIF, ma la condizione affinché esso possa dar seguito alla necessità di rimborso degli investitori prima della fine del ciclo di vita del fondo.

Si badi che, tuttavia, l'*early redemption* è prevista dal legislatore europeo come una mera facoltà del fondo, ammissibile laddove sia contemplata dagli atti istitutivi dello stesso[487], ma sempre purché siano integrate talune condizioni stabilite dal Regolamento. È infatti prescritto che il soddisfacimento di simili richieste da parte degli investitori sia subordinato alla dimostrazione da parte del gestore dell'adozione di adeguati sistemi di gestione della liquidità e di monitoraggio della stessa che – sia in fase di autorizzazione, sia nel prosieguo della vita del fondo – siano coerenti con la strategia di investimento

---

[483] Nel senso che, per sua natura, non ammetterebbe alcuna forma di rimborso anticipato, ma solo rimborsi alla conclusione del ciclo di vita del fondo. Sul punto, v. *infra* cap. III, parag. 4.2.3.

[484] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.2.

[485] Liquidità che non può derivare dal ricorso, da parte dell'ELTIF, alla leva finanziaria che pure è ammissibile. Il Regolamento, infatti, ammette la possibilità che il fondo possa ricorrere alla leva finanziaria, ma a specifiche condizioni ed entro certi limiti. L'art. 16 prescrive infatti che l'ELTIF possa prendere in prestito liquidità in misura non superiore al 30% del valore del suo capitale, vincolando, a garanzia dello stesso, attività che non rappresentino più del 30% del valore del capitale del fondo medesimo e purché la scadenza del prestito medesimo non ecceda l'orizzonte temporale di "vita" dell'ELTIF, come stabilito negli atti istitutivi. La peculiarità della previsione sta nel fatto che il ricorso alla leva finanziaria deve essere funzionale all'investimento da parte del fondo in attività ammissibili a condizione che le attività di cassa o altre disponibilità liquide dell'ELTIF non siano sufficienti a effettuare l'investimento in questione. Peraltro, la possibilità di ricorrere alla leva finanziaria è preclusa per quegli ELTIF strutturati come fondi di credito e ciò, al fine di evitare che lo stesso effettui in concreto attività creditizia, pur non soggetto alla vigilanza prudenziale (cd. *shadow banking*), come chiarito anche dallo stesso Considerando n. 29 Regolamento secondo cui «per tener conto delle preoccupazioni in materia di attività bancarie ombra, è opportuno che i prestiti in contante contratti dall'ELTIF non siano utilizzati per erogare prestiti a imprese di portafoglio ammissibili». Sul punto, v. CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 408. Invero, la disciplina dettata dal Regolamento in merito alla possibilità dell'ELITF di contrarre debito risultare essere più dettagliata – nel senso che sono imposti specifici limiti quanti-qualitativi – rispetto al generale *framework* normativo fornito dalla dir. AIFM; cfr., GUFFANTI, *op. cit*., 1191; CAPPABIANCA, *La regolamentazione prudenziale degli organismi di investimento collettivo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 468 ss.

[486] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.1.

[487] Invero, la questione merita una più attenta riflessione che, per questioni di logica espositiva, verrà condotta nel prosieguo della trattazione (v. *infra* cap. III, parag. 4.2.2. e 4.2.3.).

operata dall'organismo, nonché con le modalità di rimborso contemplate dal regolamento. L'*early redemption* non è infatti ammessa in qualunque momento, ma è lo stesso gestore a dover *ex ante* stabilire – oltre all'*an* – il *quando* gli investitori possano avanzare tale domanda che verrà eventualmente soddisfatta fruendo di una «percentuale delle attività dell'ELTIF di cui all'articolo 9, paragrafo 1, lett. b)»; percentuale che deve essere «allineata alla strategia di gestione della liquidità e di investimento pubblicata dal gestore»[488]. Ne discende che, per far fronte alle richieste di rimborso degli investitori, non è fruibile nemmeno l'intera "quota" delle attività liquide del fondo, posto che solo una parte di esse potrà essere impiegata per soddisfare le richieste di rimborso anticipato degli investitori i quali dovranno essere trattati «equamente» e soddisfatti «su base proporzionale»[489], ove l'importo complessivo del rimborso richiesto ecceda la soglia dimensionale suddetta.

Ora, pur rinviando al prosieguo della trattazione un'indagine più approfondita delle condizioni al ricorrere delle quali è ammessa la possibilità di rimborsi anticipati in favore degli investitori[490], ciò su cui, in tale sede, si vuole porre l'attenzione è la formulazione generica utilizzata dal legislatore – giustificata, forse, in parte, della portata applicativa intracomunitaria della fattispecie – che si espone a taluni dubbi applicativi anche in ragione del limitato intervento operato dal legislatore domestico ai fini dell'applicazione della disciplina regolamentare[491].

Sebbene, infatti, l'ipotesi del rimborso anticipato sia definita come una deroga rispetto alla regola del rimborso della quota *post* conclusione del ciclo di vita del fondo, le previsioni suddette, proprio in ragione della formulazione ampia utilizzata dal legislatore europeo, possono esporsi ad applicazioni distoniche rispetto ai caratteri fisiognomici del fondo, con il rischio contraddire le intenzioni sottese all'introduzione di siffatto veicolo di investimento.

Se *prima facie* la disciplina dell'investimento e del disinvestimento pare coerente rispetto ai tratti fisiognomici del fondo in discorso, in ragione della portata conformante che gli

---

[488] V. *sub* art. 18, parag. 2, Regolamento. Sul punto, v. CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 409 s. Sul punto, v., *funditus*, *infra* cap. III, parag. 4.2.1.

[489] Si tratta di formule che evocano una qualche parità di trattamento degli investitori richiedenti il rimborso, allorché l'ELTIF non disponga di risorse patrimoniali idonee a soddisfare le contestuali richieste di rimborso anticipato avanzate dagli investitori. Sul punto, v. *infra* cap. III, parag. 4.2.1.

[490] Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di argomentare nel prosieguo della trattazione (v. *infra* cap. III, parag. 4.2. ss.).

[491] Come si è avuto modo di rilevare (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 3.2.1), il legislatore nazionale si è limitato a individuare le autorità nazionali competenti a esercitare la funzione di vigilanza e autorizzativa, senza nulla aggiungere – in ragione del tipo di fonte normativa utilizzata a livello europeo – rispetto a ulteriori aspetti di disciplina della materia.

stessi esercitano sulla regolamentazione specifica dell'ELTIF, rispetto alla fase del disinvestimento la previsione di ipotesi di *early redemption* si espone – secondo chi scrive – a talune riflessioni che potrebbero incidere, a seconda delle soluzioni cui si potrà pervenire, sull'inquadramento tassonomico sinora operato[492]. In altri termini, il dubbio che sorge è se dalla previsione di "finestre temporali" in cui sia ammissibile la richiesta di rimborso discenda una sorta di frequenza prestabilita con la quale gli investitori possono agire per l'*early redemption* e se, di conseguenza, integrate le condizioni di cui art. 18, parag., 2, Regolamento, sorga in capo agli stessi un diritto azionabile a prescindere dalla volontà del gestore.

Invero, la questione della frequenza del rimborso e la configurabilità di un corrispondente diritto ha rappresentato nel tempo il criterio discretivo nella qualificazione di un OICR in termini di organismo aperto o chiuso. Ma, al di là di mere esigenze classificatorie – che sottendono comunque scelte di politica legislativa e hanno effetti conformanti sulla fattispecie – l'eventuale configurabilità di un diritto in capo all'investitore dà l'abbrivio a un ulteriore tema di indagine che, pur configurando un'evenienza non fisiologica, pare – per chi scrive – meritevole di talune osservazioni. *In nuce*, il dubbio che si pone è se e in che modo il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso – ove qualificata in termini di diritto dell'investitore – possa incidere sul prosieguo della vita del fondo, alla luce di quanto previsto dall'art. 18, parag. 4, Regolamento, circa il diritto a richiedere la liquidazione dell'ELTIF nel caso di omessa soddisfazione, entro un anno, della richiesta avanzata dagli investitori[493].

[492] V. *infra* cap. III, parag. 4.2.1.

[493] Si tratta di temi su cui si avrà modo di soffermarsi nel prosieguo della trattazione (v. *infra* cap. III).

CAPITOLO TERZO
LA LIQUIDAZIONE DELL'ELTIF TRA FISIOLOGIA E PATOLOGIA

SOMMARIO: 1. Premessa sistematica. – 2. La fisiologica liquidazione delle attività dell'ELTIF: tempi e modi. – 3. La funzione suppletiva del regolamento dell'ELTIF nell'ambito della procedura liquidatoria. – 4. Una diversa (e insolita) ipotesi di liquidazione dell'ELTIF: indagine ermeneutica dei relativi profili applicativi. – 4.1. La liquidazione per mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo. – 4.2. (segue)…e nell'ipotesi di richiesta di rimborso anticipato. – 4.2.1. Le precondizioni necessarie ai fini dell'ammissibilità dell'*early redemption*. – 4.2.2. Il (diritto al) rimborso anticipato dei partecipanti all'ELTIF. – 4.2.3. Gli effetti del riconoscimento del diritto al rimborso anticipato degli investitori sulla tassonomia degli ELTIF. – 4.2.4. La liquidazione «anticipata» dell'ELTIF. – 4.2.5. L'incerta modalità di svolgimento della liquidazione «anticipata» dell'ELTIF. – 5. Le (indefinite) cause del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso. – 5.1. (segue)…brevi considerazioni sul principio di autonomia procedurale. – 6. La disciplina nazionale in tema di incapienza di OICR. – 7. La gestione dell'incapienza di un ELTIF: (i limiti all') applicabilità della disciplina nazionale.

1. Premessa sistematica

Come di sovente accade, la tenuta di un istituto giuridico o, in generale, di una fattispecie di recente introduzione e regolamentazione nell'ordinamento si coglie – seppure non solo – osservandola sotto l'angolo visuale della sua patologia, la quale può rappresentare una prospettiva privilegiata per l'interprete. Ciò in quanto non è necessariamente detto che quelle previsioni che nel funzionamento fisiologico della fattispecie sono idonee a tutelare gli interessi in gioco siano altrettanto capaci di "reggere" un'operatività patologica della stessa, specie se essa non è autonomamente presa in esame[494]. In tale

[494] Una tale prospettiva è adottata altresì da FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 689 ss.

contesto, l'assenza di specifiche disposizioni normative consente all'interprete, in un'ottica *de iure condendo*, di indagare eventuali modalità mediante cui sia possibile regolare derivazioni patologiche della fattispecie, con l'ardito proposito di sollecitare il legislatore a prendere posizione in merito, onde scongiurare deleterie conseguenze sistemiche.

Con riferimento agli ELTIF, si è avuto modo di rilevare sopra[495] come gli effetti conformanti dei tratti fisiognomici del fondo rispetto alla disciplina del disinvestimento siano in qualche modo temperati da scelte di politica legislativa che, pur derogando in parte rispetto agli intenti originari, mirano ad accrescere l'*appeal* del prodotto.

Prima di tentare di fornire un qualche riscontro ai dubbi in ultimo sollevati[496] – circa la configurabilità di un diritto di rimborso anticipato e la conseguente possibilità di liquidazione del fondo in caso di mancato soddisfacimento dello stesso – pare doveroso soffermarsi su un'ulteriore porzione di disciplina dell'ELIF che attiene alla fisiologia del prodotto, ovvero la liquidazione delle attività del fondo *ex* art. 21 Regolamento.

Coerentemente con la prospettiva temporale di lungo periodo che connota il fondo in discorso, il legislatore europeo prescrive l'adozione di una procedura liquidatoria che indichi le modalità mediante cui le attività andranno dismesse sì da potersi procedere con il rimborso degli investitori una volta che sia stato completato il ciclo di vita del fondo.

La laconicità delle disposizioni regolamentari dettate con riguardo alla disciplina della liquidazione – definibile come fisiologica – sollecita, invero, una riflessione circa le conseguenze che possano scaturire dal mancato completamento, nei tempi prestabiliti, della liquidazione suddetta – ovvero, entro la fine del ciclo di vita del fondo – circostanza che potrebbe verificarsi anche in considerazione dell'illiquidità degli investimenti operati da un fondo che, per sua genetica aspirazione, trascende i confini nazionali e intende(rebbe) imporsi a livello europeo.

Al contempo, prendendo le mosse dalla disciplina *ex* art. 21 Regolamento[497], ci si potrà infatti soffermare su una diversa ipotesi di liquidazione dell'ELTIF che, tuttavia, si connota per un profilo causale ben diverso dalla precedente, in quanto non consegue necessariamente al raggiungimento della *maturity* degli investimenti – o, più in generale, all'imminente conclusione della durata del fondo – ma a una domanda degli investitori non soddisfatti nella richiesta di *redemption*, anticipata o meno che sia.

---

[495] V. *supra* cap. II, parag. 5.
[496] V. *supra* cap. II, parag. 5.
[497] Per chiarezza espositiva, ci si riferisce alla disciplina della liquidazione delle attività del fondo.

L'assoluta genericità della previsione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, diverrà quindi occasione per riflettere sulle cause sottese all'eventuale mancato soddisfacimento del rimborso quesito e, di conseguenza, sulle modalità mediante cui tale liquidazione – azionata su richiesta degli investitori non soddisfatti – debba procedere.

2. La fisiologica liquidazione delle attività dell'ELTIF: tempi e modi

Come si è avuto modo di rilevare sopra[498], il precipitato logico della configurazione dell'ELTIF in termini di fondo ontologicamente chiuso[499] sta nell'ancorare – per lo meno, in linea di massima – il diritto di rimborso degli investitori a un momento successivo al completamento del ciclo di vita del fondo stesso.

L'ambiguità semantica[500] che connota la dimensione temporale di lungo periodo propria dell'ELTIF si traduce, come è inevitabile, in disposizioni a carattere generico che, *in nuce*, rimettono all'autonomia del gestore[501] la previsione della durata del ciclo di vita dello stesso[502] – purché in linea con la prospettiva temporale *long-term* – nonché le specifiche modalità mediante cui si debba procedere alla liquidazione delle attività ancor prima di raggiungere il momento stabilito negli atti istitutivi del fondo, allo scopo di dotare il veicolo della disponibilità liquida necessaria per far fronte alle domande di *redemption* avanzate dai partecipanti.

Sebbene le modalità di liquidazione del fondo non siano disciplinate dal Regolamento[503], il legislatore, nell'ottica di attribuire effettività al diritto degli investitori di vedersi

---

[498] Sul punto, v. *supra* cap. II, parag. 3.

[499] Si ribadisce come tale qualificazione non sia rintracciabile *claris verbis* nel Regolamento, ma sia desumibile dalla disciplina della politica di investimenti e del diritto di rimborso contenuta nella regolamentazione europea di riferimento.

[500] Cfr. VELLA, *Il tempo lungo nella finanza.,* cit*.,* 63; BASSANINI, REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa*, cit., 7. Sul punto, si rinvia altresì a quanto sopra esposto (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1) circa il connotato *long-term* che conforma la disciplina del prodotto. In generale, con riferimento all'accezione necessariamente positiva con cui pare si connoti il profilo del *long-term* – rispetto a quella dello *short-term* – cfr. ROE, SHAPIRA, *op. cit*., 12, secondo cui «*some basics: short-termism need not be bad, nor must long-termism be good. Short-term abandonment of a failed technology is good. Long-term investment in a factory whose product has no future is not. But the connotations of short- and long-termism do not bring that indeterminacy to the fore of the speaker's or listener's consciousness. Most of us want to be seen as long-term (and, hence, reliable and steadfast), not short-term (and, hence, disloyal, unreliable, and capricious)*».

[501] Lo stesso vale anche nel caso in cui il fondo assuma il carattere di ELTIF autogestito, ai sensi dell'art. 5, parag. 5, Regolamento. Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 2.

[502] Ciclo che, come detto, non potrà mai essere inferiore rispetto all'orizzonte temporale di investimento della singola attività detenuta all'interno del portafoglio dell'ELTIF. V. *supra* cap. II, parag. 4.

[503] V. Considerando n. 37, Regolamento.

rimborsata la quota investita, impone al fondo di dotarsi di un preciso *iter* procedurale che consenta un ordinato disinvestimento delle attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF, al precipuo fine di soddisfare la pretesa dei partecipanti al fondo medesimo. Siffatta procedura è da intendersi come fisiologica, poiché non dipende da una qualche incapacità del fondo *de quo* nel far fronte a specifiche richieste[504], piuttosto, essa consegue alla connaturata esigenza dei partecipanti al fondo di monetizzare l'investimento effettuato[505].

Invero, trattandosi di un prodotto che investe in attività illiquide, la conversione del portafoglio in valori monetari liquidi[506] che siano idonei a soddisfare le pretese degli investitori potrebbe non essere agevole, dipendendo altresì dalle spesso fluttuanti condizioni del mercato di riferimento nel quale opera il prodotto di investimento in questione.

In considerazione di ciò, il regolatore europeo impone al fondo – con una disposizione che pare essere di carattere tassativo e inderogabile[507] – l'adozione di un programma di liquidazione che indichi non solo il *quando*, ma altresì il *quomodo* secondo cui debba compiersi la liquidazione delle attività dell'ELTIF, disponendo altresì che tale documento programmatico sia comunicato all'autorità nazionale competente per il fondo medesimo[508].

---

[504] Il riferimento è alla diversa ipotesi di liquidazione azionata, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, su richiesta degli investitori non soddisfatti entro un anno dalla richiesta di rimborso. Sul punto, v. *funditus infra* parag. 4 ss.

[505] Come sostenuto da GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 144 ss., al rimborso della quota del partecipante non può attribuirsi un significato diverso da quello «di operazione di disinvestimento e cioè operazione contraria e risolutiva di quella inziale costitutiva dell'investimento. Ciò, nel senso che quest'ultimo vedrà restituito – ove possibile – non ciò che inizialmente ha apportato, bensì l'eventuale risultato positivo della gestione. Sul punto, v. anche FERRI, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. comm*., 1992, 72 ss.

[506] Come si è avuto modo di rilevare sopra (v. cap. II, parag. 4), di norma, il rimborso degli investitori avviene in denaro, essendo ammesso il rimborso in natura – mediante la cessione diretta delle attività dell'ELTIF – solo ove siano integrate le condizioni prescritte dall'art. 18, parag. 6, Regolamento.

[507] Tassativo pare altresì il termine entro cui il programma *de quo* deve essere comunicato all'autorità nazionale competente, ovvero, come previsto dall'art. 21 Regolamento, «al più tardi un anno prima della data della fine del ciclo di vita del fondo».

[508] A livello domestico – come si è avuto modo di rilevare – il legislatore ha optato per ripartire le competenze che il Regolamento rimette alle singole autorità nazionali tra la Banca d'Italia e la Consob. (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 3.2, nonché cap. II, parag. 2.1.2.). Tuttavia, l'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. – rubricato "Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine" – non specifica a quale dei due enti debba ascriversi la funzione prescritta dall'art. 21, parag. 1, Regolamento. Invero, secondo chi scrive, pur in assenza di un'espressa previsione, parrebbe coerente – con il riparto di competenze seguito a livello nazionale – attribuire tale funzione alla Banca d'Italia.

La previsione di una preventiva comunicazione[509] del programma comporta che le modalità di liquidazione ivi indicate debbano intendersi come vincolanti per il fondo – sia esso costituito nella forma eterogestita o autogestita – che dovrà conformare il proprio *agere* alle disposizioni comunicate alle autorità nazionali. Ne discende che potrebbe essere conveniente procedere con la trasmissione del suddetto programma a ridosso della scadenza stabilita[510], ciò in quanto le valutazioni circa i tempi e i modi di liquidazione dipendono inevitabilmente delle mutevoli condizioni del mercato nel quale si colloca l'ELTIF in questione[511].

Il dubbio che sorge, tuttavia, è se siffatto programma di liquidazione, una volta comunicato all'autorità nazionale competente, sia modificabile nel suo contenuto.

Invero, tale programma non è inteso – almeno stando alla lettera del Regolamento – quale allegato del regolamento del fondo, né tanto meno è soggetto a una qualche approvazione da parte delle autorità nazionali competenti alle quali dovrà solo essere comunicato[512]. In assenza di specifiche previsioni che elevino lo stesso a parte integrante del regolamento del fondo, v'è motivo di ritenere – almeno per chi scrive – che questo possa essere oggetto di modifiche che conformino il programma di liquidazione del fondo rispetto alle mutate

[509] Critica sulla previsione di un obbligo di comunicazione del programma di liquidazione è ESMA, *Review of the Regulation*, cit., secondo cui «*this rule seems to be burdensome for the ELTIF manager and might not always be fully needed for the competent authority. It could therefore be considered that this disclosure is only needed if requested by the competent authority. However, in order to better assess whether the withdrawal of the obligation to produce the abovementioned document (the schedule for the orderly disposal of the assets) would be appropriate and would not impede the supervisory activities of national competent authorities, it would be necessary to better understand the nature of the relevant schedule*».

[510] Sempre nel termine di almeno un anno prima della data fissata per la fine del ciclo di vita del fondo. Peraltro, tale termine finale per la comunicazione del programma dovrebbe subire variazioni nell'ipotesi in cui l'originaria data di scadenza del fondo sia prorogata, ove il fondo si avvalga della facoltà di estensione temporanea della sua durata ammessa ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento.

[511] V. Considerando n. 6, Regolamento Delegato, secondo cui «la valutazione delle attività da inserire nel calendario di disinvestimento ordinato delle attività dell'ELTIF dovrebbe essere eseguita in un momento sufficientemente prossimo all'inizio della liquidazione delle attività. Tuttavia, se l'ELTIF ha eseguito una valutazione a norma della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio in un momento sufficientemente prossimo all'inizio della liquidazione delle attività, non dovrebbe essere necessaria un'ulteriore valutazione. È nondimeno opportuno che la preparazione del calendario di disinvestimento ordinato delle attività dell'ELTIF inizi non appena opportuno e con congruo anticipo rispetto al termine per la presentazione all'autorità competente dell'ELTIF».

[512] Invero, l'art. 18, parag. 1, Regolamento, prevede che i documenti costitutivi dell'ELTIF debbano contemplare specificatamente le procedure di rimborso delle quote o azioni e le modalità di liquidazione delle attività, con ciò intendendosi che il regolamento del fondo deve prevedere, in generale, l'*iter* da seguire per la liquidazione, rinviando poi al programma le valutazioni più specifiche di cui si deve tener conto a seconda del momento in cui deve avviarsi la liquidazione di cui all'art. 21 Regolamento. Ciò consente la non necessità di modifiche regolamentari nell'ipotesi in cui si intenda variare il solo programma di liquidazione e non già la procedura generale di liquidazione.

condizioni del mercato oppure rispetto alla durata del fondo stesso, ove questa sia stata estesa ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento[513].

Quanto al contenuto del suddetto programma, esso dovrà specificare – in ragione della natura illiquida delle attività in cui investe l'ELTIF – le scansioni temporali da seguire per la liquidazione, nonché le valutazioni operate circa il mercato dei potenziali acquirenti, le attività da liquidare e i possibili prezzi di vendita delle stesse in ossequio a quanto previsto dall'art. 21, parag. 2, Regolamento[514].

Siffatte previsioni concernenti il programma di liquidazione sono state integrate dal Regolamento Delegato il quale, sulla scorta delle proposte avanzate dall'ESMA[515], ha conferito un maggior grado di dettaglio, in particolare, alle disposizioni che concernono le valutazioni *ex* art. 21, parag. 2, lett. a) e c), Regolamento. Nello specifico, la valutazione delle attività da liquidare avrà a oggetto gli investimenti *elegible* effettuati dal fondo e rispetto ai quali sorgono maggiori problemi di dismissione in tempi che possano essere congrui rispetto alle esigenze di rimborso degli investitori, non ponendosi invece questioni simili con riguardo a quella percentuale esigua di attività UCTIS *compliance* che l'ELTIF può detenere nel suo portafoglio[516].

---

[513] Sul punto, v. *infra sub* parag. 3. Si precisa sin d'ora come tale ipotesi – ovvero la modifica del programma di liquidazione in conseguenza dell'estensione della durata del ciclo di vita del fondo – non sia presa in esame dal Regolamento. Tuttavia, non pare peregrina la circostanza che la stessa estensione di durata del fondo – ammessa ai sensi dell'art. 18 Regolamento – discenda dalla necessità di completamento delle operazioni di liquidazione del fondo che costituiscono il presupposto necessario affinché possa soddisfarsi il diritto di rimborso degli investitori. Nella disciplina nazionale, come noto, la possibilità di proroga del termine di durata dei fondi chiusi è limitata non solo sotto il profilo temporale, ma è altresì subordinata causalmente alla circostanza che essa sia funzionale al completamento della procedura liquidatoria. V. BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, Titolo V, 1.19, secondo cui il regolamento dei FIA chiusi dovrà eventualmente indicare (eventuale) «i casi in cui è possibile una proroga del termine di durata del fondo non superiore a tre anni per il completamento della liquidazione degli investimenti».

[514] Tali previsioni sono volte a definire un contenuto minimo vincolante che il programma di liquidazione deve possedere, non esaurendo del tutto le disposizioni che, di norma, sono necessarie alla regolamentazione della fase di liquidazione del fondo. Rispetto alla disciplina nazionale vigente con riguardo ai fondi comuni di investimento – siano essi chiusi o aperti – il Regolamento pare ancorare la procedura liquidatoria *ex* art. 21 alla sola circostanza in cui essa sia funzionale al rimborso dei partecipanti al fondo la cui durata sta per volgere al termine. Sul punto, v. *infra* parag. 4.2.5.

[515] Ai sensi dell'art. 21, parag. 3, Regolamento, è rimessa all'ESMA l'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione che specifichino i criteri da utilizzare nella valutazione del mercato dei potenziali acquirenti e delle attività da liquidare di cui il programma di liquidazione deve debitamente tener conto. Sul punto, v. ESMA, *Final report. Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*, giugno 2016, 20 ss. Con riferimento al ruolo dell'ESMA, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 3.1. e 3.3.

[516] Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 4 ss. Trattandosi di attività per loro natura liquide non si pongono problemi di disinvestimento simili a quelli che invece sorgono rispetto alla restante parte di attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF.

Come si è avuto modo di rilevare sopra[517], infatti, i tratti fisiognomici del fondo influenzano non solo la fase di investimento ma altresì quella di disinvestimento, contribuendo a conformare una disciplina specifica e peculiare del fondo in analisi.

Ne discende che l'illiquidità degli investimenti – concausa, insieme alla prospettiva *long-term*, del carattere chiuso del fondo – impone al gestore di anticipare temporalmente la valutazione delle attività da liquidare; valutazione che dovrà compiersi, quindi, con «congruo anticipo rispetto al termine per la presentazione del calendario di disinvestimento ordinato delle attività dell'ELTIF all'autorità competente»[518] e ciò al fine di evitare il rischio che la dilatazione dei tempi della procedura *de qua* possa frustrare la legittima pretesa degli investitori di vedersi rimborsata la quota investita.

Le disposizioni del Regolamento Delegato – concernenti la valutazione delle attività da liquidare – fanno riferimento unicamente alle tempistiche da seguire, senza nulla prevedere con riferimento ai profili di merito che i gestori devono considerare nella valutazione degli investimenti da "dismettere". Il legislatore si limita, infatti, a rinviare all'art. 19 dir. AIFM, nel senso di escludere la necessità di una nuova valutazione ove quella compiuta ai sensi della suddetta direttiva sia stata operata in un arco temporale ravvicinato, senza però chiarire se i criteri dettati dalla direttiva suddetta, con riguardo alla valutazione dei beni dei FIA, siano o meno applicabili anche rispetto alla valutazione da compiersi per la liquidazione delle attività degli ELTIF[519], a prescindere dalla contiguità temporale o meno in cui tale valutazione sia stata compiuta.

Tuttavia, la riconducibilità del prodotto in esame alla più generale categoria dei FIA, il carattere vincolante che il rispetto della dir. AIFM assume rispetto all'autorizzazione dell'ELTIF[520], nonché l'assenza di una disciplina normativa *ad hoc* per la valutazione delle attività dell'ELTIF, fanno propendere per un'applicazione estensiva[521] delle

---

[517] V. *supra* cap. II e, nello specifico, quanto agli effetti dei connotati del fondo sulla disciplina dell'investimento, v. parag. 2 ss., mentre con riferimento all'effetto degli stessi sul cd. *opt-out*, v. parag. 3 ss.

[518] L'art. 4, parag. 1, lett. b), Regolamento Delegato, prescrive altresì che la valutazione delle attività da liquidare sia conclusa non oltre sei mesi prima del termine stabilito per la comunicazione del calendario di disinvestimento alle autorità nazionali competenti.

[519] La circostanza che la valutazione operata ai sensi dell'art. 19 dir. AIFM – se compiuta in tempi ragionevolmente ravvicinati – sia *ex se* idonea a escludere la necessità di un nuovo *iter* valutativo induce a ritenere adeguata la procedura prescritta dalla direttiva *de qua* e, di conseguenza, opportunamente adoperabile anche con riferimento alla valutazione che il fondo deve compiere ai fini della liquidazione *ex* art. 21 Regolamento.

[520] Ci si riferisce all'art. 6, parag. 3, lett. b), Regolamento il quale prescrive – seppure con una formulazione in negativo – la necessità che il GEFIA rispetti altresì le prescrizioni normative contenute nella dir. AIFM.

[521] Altrimenti opinando si assisterebbe a un vuoto normativo e a una sorta di non condivisibile agnosticismo da parte del legislatore europeo, il quale avrebbe omesso di dettare una specifica metodologia, nonché i

disposizioni dettate dalla dir. AIFM e dal relativo regolamento delegato[522] alla fattispecie in discorso, rispetto alla quale l'impiego del capitale raccolto in attività illiquide impone una certa prudenza valutativa, onde evitare valutazione inveritiere – in senso sia ottimistico sia pessimistico – che potrebbero risultare pregiudizievoli per gli investitori[523]. Al contempo, il programma di liquidazione deve contenere altresì la valutazione del mercato dei potenziali acquirenti[524]. Tale profilo risulta essere influenzato dalla dimensione intracomunitaria del prodotto, capace – almeno nel suo potenziale – di coinvolgere acquirenti non necessariamente legati alla giurisdizione in cui l'ELTIF ha investito il suo capitale.

Tuttavia, come previsto dal Regolamento Delegato, ai fini della definizione del programma di liquidazione, non è sufficiente valutare se nel mercato sono presenti potenziali acquirenti, ma è da considerare altresì se il loro interesse dipenda da finanziamenti esterni, o se sussistano rischi che modifiche legislative o di carattere politico possano incidere nei settori di investimento alterando la propensione all'acquisto dei potenziali interessati[525].

---

criteri qualitativi da seguire per la valutazione delle attività da liquidare. Tale lacuna, peraltro, non sarebbe coerente con la portata intracomunitaria del veicolo – commerciabile, in forza del regime del passaporto europeo, nei diversi stati dell'Unione – per il quale risulta fondamentale la standardizzazione delle procedure da seguire sì da raggiungere l'obiettivo di armonizzazione massima.

[522] Invero, la dir. AIFM non detta una disciplina specifica con riferimento ai criteri da seguire per la valutazione dei beni dei FIA, rinviando per gli stessi a un regolamento delegato adottato dalla Commissione. In adempimento al contenuto dell'art. 19, parag. 11, dir. AIFM, è stato emanato il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza (nel prosieguo, il "Regolamento AIFMD"). Sul punto, v., STRAMPELLI, *La valutazione dei beni dei fondi alternativi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 507 ss.; GREA, SCHIAVO, *La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo,* in *Dir. banc*., 2015, 1 ss.

[523] Così, seppure con riferimento alla disciplina della valutazione dei beni detenuti nei FIA, STRAMPELLI, *op. cit.,* 524. Il carattere *closed* del fondo in discorso e l'illiquidità delle attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF, nonché il momento in cui tale valutazione viene in rilievo – ovvero la liquidazione – potrebbe imporre degli adeguamenti rispetto ai criteri valutativi forniti dal Regolamento AIFMD; adeguamenti che, tuttavia, non dovrebbero – secondo chi scrive – essere rimessi alla mera discrezionalità dei gestori, ma dovrebbero trovare eventualmente fondamento in un atto normativo vincolante che, al pari di quanto avvenuto in generale con riferimento ai FIA, individui specificatamente i criteri da seguire nella valutazione delle attività in questione e ciò, allo scopo di garantire una certa uniformità operativa che sia coerente con i connotati precipui della fattispecie in discorso.

[524] Sembra ravvisabile una certa interdipendenza tra le due valutazioni – ovvero quella relativa al mercato dei potenziali acquirenti e quella concernente le attività da liquidare – dal momento che, a seconda delle attività in cui è stato impiegato il capitale dell'ELTIF, muta anche il mercato dei possibili acquirenti.

[525] In particolare, l'art. 3 Regolamento Delegato prevede che il gestore di un ELTIF, ai fini della valutazione del mercato dei potenziali acquirenti, valuti i seguenti aspetti «a) se sul mercato sono presenti uno o più potenziali acquirenti; b) se il gestore dell'ELTIF, sulla base di una valutazione eseguita con la competenza, cura e diligenza dovute al momento della compilazione del calendario, prevede che i potenziali acquirenti dipendano da finanziamenti esterni per l'acquisto dell'attività in questione; c) in assenza di potenziali

Tralasciando la complessità di simili valutazioni – specie con riferimento a un mercato che trascende i confini nazionali – ciò che è da considerare è la circostanza in cui non si indentifichino nel mercato potenziali acquirenti. Tale evenienza incide in modo rilevante sulla stessa determinazione del calendario di liquidazione del fondo e, in guisa di ciò, sul diritto di rimborso degli investitori.

Se, infatti, come si è avuto modo di rilevare sopra[526], la *redemption* degli investitori si qualifica – in linea di massima – come diritto solo dopo che sia stata completato il ciclo di vita del fondo[527], non può non considerarsi come l'effettivo soddisfacimento delle pretese dei partecipanti all'ELTIF dipenda dal positivo espletamento della procedura liquidatoria. In ciò risiede la necessità di avviare con congruo anticipo l'*iter* necessario a permettere il disinvestimento da parte del fondo delle attività dallo stesso detenute nel suo portafoglio, rintracciando in tempi ragionevoli potenziali acquirenti che possano essere interessati ad acquistare le attività[528] in cui è impiegato il capitale del fondo[529].

Diversamente, ove tale programma non venisse rispettato – e non già per una qualche inadempienza del gestore[530] o del fondo stesso, se autogestito, ma per difficoltà di collocamento sul mercato delle attività illiquide in cui è investito il capitale dell'ELTIF – si prospetterebbe come necessaria l'esigenza di procrastinare la scadenza della durata del

---

acquirenti per un'attività, il tempo probabilmente necessario per trovare uno o più acquirenti per quell'attività; d) lo specifico profilo di scadenza dell'attività; e) se il gestore dell'ELTIF, sulla base di una valutazione eseguita con la competenza, cura e diligenza dovute al momento della compilazione del calendario, prevede che possano concretizzarsi i seguenti rischi: i) un rischio associato a cambiamenti legislativi suscettibili di incidere sul mercato dei potenziali acquirenti; ii) un rischio politico suscettibile di incidere sul mercato dei potenziali acquirenti; f) la valutazione del gestore circa la possibilità che condizioni economiche generali presenti nel mercato o nei mercati rilevanti per l'attività possano incidere negativamente sugli aspetti elencati alle lettere a) e b)».

[526] V. *supra* cap. II, parag. 4.

[527] In questo senso pare deponga la lettera dell'art. 18, parag. 1, Regolamento laddove prescrive *claris verbis* che «gli investitori in un ELTIF non possono chiedere il rimborso delle quote o delle azioni detenute prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. I rimborsi agli investitori sono possibili a partire dal giorno seguente la data in cui si conclude il ciclo di vita dell'ELTIF».

[528] V. Considerando n. 5, Regolamento Delegato, secondo cui per le attività diverse dalle attività di investimento ammissibili il regolamento non dovrebbero richiedere una valutazione specifica dei rischi che concerno la rintracciabilità di potenziali acquirenti o la loro influenzabilità, dal momento che le attività di cui all'articolo 50, paragrafo 1, della dir. UCTIS si presumono liquide per loro natura.

[529] Si tratterebbe di un'ipotesi similare a quella contemplata in ambito nazionale già dalla normativa secondaria. V. BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, Titolo V, 1.19.

[530] Il legislatore europeo non prende posizione rispetto alla natura del rapporto giuridico che si instaura tra gestore e partecipanti, né tanto meno si pone la questione dell'eventuale responsabilità che potrebbe insorgere sul primo. Ciò in quanto tali profili non incidono direttamente sulle caratteristiche fisiognomiche del prodotto in analisi, potendo quindi essere regolate dalle diverse legislazioni nazionali sulla scorta delle elaborazioni cui si è pervenuti nell'ordinamento in questione.

fondo, con la conseguenza di rinviare temporalmente il sorgere del diritto degli investitori al rimborso[531].

Stante l'esiguità delle disposizioni dettate con riferimento alla liquidazione del fondo e, al contempo, l'assenza di previsioni circa la disciplina applicabile nel caso di difficoltà nel far fronte alla dismissione delle attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF, non potrà quindi che essere rimesso alla regolamentazione del singolo prodotto l'onere di prendere in esame simili circostanze nell'ottica di garantire certezza giuridica e, di conseguenza, tutela agli investitori[532].

3. La funzione suppletiva del regolamento dell'ELTIF nell'ambito della procedura liquidatoria

Dalla disamina sino ora compiuta[533] è emerso come il Regolamento *de quo* si limiti a definire in generale il perimetro normativo della fattispecie, conformando i tratti qualificanti il *label* ELTIF e rimettendo, in talune circostanze, alla regolamentazione del prodotto talune porzioni di disciplina che, *naturaliter*, risultano essere influenzate dalle specifiche scelte di investimento operate dal fondo stesso o da chi lo gestisce.

Non è di certo innovativa la considerazione secondo cui il regolamento del fondo rappresenti il terreno di elezione dell'autonomia gestoria, dal momento che consente a coloro che operano nel mercato di definire convenzionalmente la concreta operatività del

[531] Riflette sulle conseguenze della sopravvenuta scadenza del termine di durata del fondo sui rapporti giuridici pendenti, BONFATTI, *La situazione di "crisi" dei Fondi Comuni di investimento (immobiliari) e le conseguenze della scadenza del "Fondo",* in *Riv. dir. banc*., 2018, 31 ss., ponendo l'attenzione sulle varie soluzioni riscontrabili nella prassi in ragione dell'assenza di una specifica disciplina normativa – sia essa di matrice prima o secondaria – che dia riscontro a dubbi che concernono: la proprietà dei beni rimasti invenduti nel corso della liquidazione, la disciplina degli atti dispositivi compiuti dopo la scadenza del termine, l'imputazione delle spese sostenute, nonché le modalità da seguire per la ripartizione del ricavato della liquidazione successiva alla stessa conclusione del ciclo di vita del fondo. Tali problemi applicativi si pongano in egual – se non maggiore – misura anche con riguardo agli ELTIF rispetto ai quali, come detto, il legislatore europeo non detta una disciplina *ad hoc* sul presupposto – più teorico che concreto – che l'attivazione "con congruo anticipo" rispetto alla scadenza della durata del fondo possa *ex se* rappresentare le soluzioni a simili questioni.

[532] Trattandosi di un prodotto ammesso alla commercializzazione nell'intero mercato europeo la difficoltà di trovare una soluzione univoca – in mancanza di una regolamentazione omogenea e vincolante di derivazione comunitaria – non può che indurre a ritenere necessaria la previsione, in via negoziale, di una disciplina specifica applicabile laddove si verifichino situazioni di necessaria ultrattività per impossibilità di dismissione delle attività del fondo entro il termine di durata dello stesso (purché non sia stato debitamente esteso il termine di durata del fondo in questione). Sul punto, v. *infra* parag. 3 e 4.1.

[533] Ci si riferisce in generale alle prescrizioni concernenti tanto gli investimenti ammissibili (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 4 ss.) quanto l'investimento (v. *supra* cap. II, parag. 2 ss.) e il disinvestimento (v. *supra* cap. II, parag. 3 ss.) da parte dei partecipanti al prodotto in questione.

veicolo in funzione delle prospettive di investimento che si intendono perseguire e dei tratti "genotipici" del prodotto[534].

Ma, ciò che rileva, nell'ambito della trattazione in discorso, è anzitutto la centralità che il regolamento[535] assume con riferimento ai fondi di investimento europei a lungo termine[536], specie con riferimento alla fase finale dell'investimento – sia nella prospettiva del singolo investitore[537] (*early redemption*), sia nella prospettiva generale del fondo (fine del ciclo di vita) – che, nella disciplina dettata dal Regolamento, risulta essere quella meno strutturata e procedimentalizzata.

In altri termini, sotto il profilo istitutivo e operativo, la regolamentazione pare essere – in linea di massima – esaustiva e dettagliata, con la conseguenza che gli atti istitutivi del fondo non potranno che conformarsi al contenuto vincolante di siffatte disposizioni adeguandole – nei limiti della flessibilità consentita – rispetto alle specifiche esigenze del prodotto[538]. Per converso, con riguardo ai profili della *redemption* degli investitori e alla

---

[534] Pur essendo vero che dalla politica di investimento adottata dipende la sussumibilità dell'organismo in una piuttosto che in un'altra categoria – con conseguente applicazione del relativo regime normativo – è parimenti vero che, nel rispetto dell'inquadramento tassonomico del prodotto, è rimessa all'autonomia regolamentare definire in concreto l'operatività dell'OICR e dei soggetti coinvolti nella gestione dello stesso, nonché i diritti spettanti ai partecipanti.

[535] Pur non prendendo posizione il legislatore europeo circa la natura giuridica da attribuire al regolamento del fondo, in ragione delle diverse qualificazioni che potrebbero valere nei diversi stati membri dell'Unione (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 5.1), pare possa sostenersi – osservando la fattispecie in analisi sulla scorta degli orientamenti interpretativi di matrice domestica – che il regolamento del fondo sia qualificabile in termini di atto negoziale privatistico il cui contenuto non è liberamente determinabile dalle parti, ma soggiace sempre alla disciplina normativa imperativa dettata dalla disciplina generale in tema di gestione collettiva del risparmio, nonché nel caso di specie da quella ulteriore prescritta dal Regolamento *de quo* rispetto alla quale i margini di derogabilità sono assai limitati.

[536] L'assenza in ambito nazionale di una disciplina specifica concernente il regolamento degli ELTIF avvalora la tesi secondo cui siffatti fondi – per i loro intrinseci connotati – non sono idonei a determinare la costituzione di un'autonoma categoria tipologica, potendosi semmai ricondurre, anche in considerazione della lettera normativa, alla generale categoria dei FIA (v., sul punto, *supra* parte II, cap. I, parag. 5). Ne discende che quanto previsto a livello nazionale da parte disciplina sia primaria, sia secondaria dovrà essere "modellato" sulle base delle specifiche disposizioni normative dettata dal Regolamento da intendersi, quindi, quale *lex specialis* prevalente rispetto a quella generale. Con riferimento alla normativa nazionale sul regolamento del fondo, si v., *inter alia*, COPPOLA, *sub* art. 37, cit., 269 ss.; MORZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 309 ss.

[537] Invero, come si avrà modo di rilevare nel prosieguo (v. *infra* parag. 4.1. e 4.2.5.), il regolamento del fondo assume una rilevante centralità anche rispetto alla fase di "scioglimento" del rapporto che il singolo investitore intrattiene con il fondo *de quo*.

[538] Così, in generale con riferimento alla disciplina nazionale della gestione collettiva del risparmio, MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f*, cit., 317. Quanto agli ELTIF, non v'è dubbio che diverse sono le scelte rimesse al singolo gestore e che dipendono dalle prospettive di investimento. A titolo esemplificativo, ci si riferisce al novero delle attività ammissibili in favore delle quali l'ELTIF può impiegare il suo capitale, seppure nel rispetto di limiti massimi stabiliti dal Regolamento, anche nell'ottica della necessità di diversificazione del portafoglio. La previsione di limiti quali-quantitativi agli investimenti comporta che la scelta sia comunque rimessa, in concreto, al gestore che nel regolamento del fondo indicherà le strategie di investimento sempre nel rispetto della cornice normativa di riferimento.

liquidazione delle attività del fondo funzionale al rimborso di questi ultimi[539], il legislatore europeo si limita a dettare delle disposizioni di principio non idonee – come in alcuni casi si è avuto modo di rilevare[540] – a supportare *in toto* la concreta operatività, rimettendo quindi al regolamento del fondo la previsione del relativo *modus agendi*.

Ma, ancor più rilevante, pare essere la "libera"[541] determinazione – rimessa al regolamento del fondo – del profilo temporale del prodotto che, come detto, si connota per la sua prospettiva *long-term*. In altri termini, l'assenza di una espressa e univoca definizione della necessaria durata[542] dell'ELTIF comporta che sarà solo il regolamento del fondo a individuare il perimetro temporale dell'investimento – coerentemente alla *maturity* delle attività in cui è impiegato il capitale dell'ELTIF – e, di conseguenza, il tempo e il modo in cui gli investitori potranno chiedere il rimborso.

Orbene, se, come si è avuto modo di rilevare sopra[543], il diritto alla *redemption* sorge (tendenzialmente) alla scadenza del ciclo di vita del fondo e se, come è ovvio, il soddisfacimento di tale pretesa è subordinato al positivo e proficuo espletamento della procedura di liquidazione delle attività dell'ELTIF, diventa dirimente considerare – almeno a parere di chi scrive – se e in che misura il gestore, in relazione ai profili di disciplina in discorso, sia libero di determinare il contenuto del regolamento del prodotto e, al contempo, di modificarlo senza che ciò si traduca in un'alterazione del rischio per gli investitori, specie se *retail*.

Quanto alla genesi del regolamento[544], non v'è dubbio che – almeno per i prodotti ammessi alla commercializzazione al dettaglio[545] – non sussistano margini di negoziazione circa le clausole ivi contenute, con la conseguenza che la libertà

---

[539] Ai sensi dell'art. 20 Regolamento, è rimessa altresì alla disciplina del regolamento del fondo la previsione dell'*an* e del *quomodo* di nuova emissione di quote o azioni da parte dell'ELTIF, sempre a un prezzo non inferiore al valore del suo patrimonio netto e previa offerta delle stesse ai soggetti già partecipanti al fondo medesimo.

[540] V. *supra* parag. 2.

[541] Seppure sempre nel senso di perseguire un orizzonte temporale di lungo periodo, come il *nomen iuris* della fattispecie impone. V. *supra* parte II, cap. I, parag. 1, nonché cap. II, parag. 4.

[542] La specificazione fornita dal Regolamento Delegato circa la durata del ciclo di vita del fondo non è volta a definire un orizzonte temporale minimo, ma mira piuttosto a conformare la durata dell'ELTIF alla prospettiva temporale degli investimenti sulla base del principio della coerenza, secondo cui il termine di durata dell'OICR deve essere coerente con la natura e la durata residua degli investimenti operati. Così, avviene anche in ambito nazionale con riguardo, in generale alla disciplina degli OICR; sul punto, v. IEZZI, *sub* art. 39, cit., 280 s.

[543] V. *supra* cap. II, parag. 3 e 4.

[544] La configurazione a cui si accede, almeno a livello domestico, è quella di un atto negoziale (cfr. LENER, *La nuova disciplina della gestione collettiva. I soggetti, in Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 155), stante, fra l'altro, l'assenza di qualsivoglia qualificazione da parte del regolatore comunitario circa la natura del regolamento o degli atti istitutivi del fondo.

[545] Cfr. MORZOVILLO, *op. cit*., 313.

dell'investitore sta nella mera scelta di aderire o meno all'investimento proposto nei termini in cui esso è stato congeniato, non potendosi ingerire in alcun modo rispetto alle scelte di investimento operate[546]. Il regolamento del fondo potrebbe quindi *ab origine* prevedere – come ammesso ai sensi dell'art. 18 Regolamento – la possibilità di estensione temporanea della durata del fondo, dovendo ivi definire in che termini e a quali condizioni siffatta ipotesi possa verificarsi.

L'assenza di una disciplina cogente e uniforme che limiti i casi di estensione del ciclo di vita del fondo – da cui scaturirebbe una dilatazione dell'*holding period* da parte dell'investitore – comporta che la scelta delle modalità operative di ampliamento della durata dell'ELTIF sia rimessa al singolo gestore e valutata dall'autorità nazionale competente in sede di approvazione del regolamento ai fini dell'autorizzazione *ex* art. 5 Regolamento[547].

Siffatta flessibilità operativa – pur tenendo conto dei caratteri tipici del fondo in analisi – potrebbe determinare un arbitraggio regolamentare da parte delle autorità nazionali chiamate a vagliare il contenuto del regolamento del fondo, dal momento che, in assenza di specificazioni normative di matrice comunitaria, ciascuna *autority* si troverebbe nella condizione di valutare discrezionalmente – o, meglio, in applicazione della propria regolamentazione nazionale – l'ammissibilità o meno della modalità e delle condizioni di estensione temporanea, con la conseguenza di rendere disomogenea l'operatività[548] degli ELTIF nell'ambito del territorio dell'Unione[549].

---

[546] Cfr. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f*, cit., 316 s.; FERRO LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. Comm*., 1992, I, 44 ss.; GENTILE, *op. cit*., 33 ss.; MORZOVILLO, *op. cit*., 312.

[547] Con riferimento al vaglio autorizzativo in discorso, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 2.1, e, con riguardo alle disposizioni domestiche, v. *sub* parag. 3.2.1.

[548] In assenza di una specifica regolamentazione comunitaria, si assiste a una reviviscenza dell'autonomia normativa degli Stati membri – invocabile in forza del principio dell'autonomia procedurale (sul punto, v. *infra* parag. 5.1) – che, tuttavia, prelude a un rischio di parcellizzazione della norma comunitaria a scapito dell'anelata uniformità della disciplina.

[549] Come detto, i tratti fisiognomici del fondo in discorso sono tali da ricondurre lo stesso sotto il novero dei fondi chiusi (v. *supra* cap. II, parag. 3). Siffatto assunto comporta che un ELTIF di matrice domestica – soggetto quindi alla vigilanza delle autorità nazionali italiane di cui all'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. – sarà riconducibile alla categoria dei FIA chiusi e, quindi, soggetto alle prescrizioni nazionali dettate con riferimento a tale *species* di fondi. In particolare, con riguardo ai FIA chiusi, la disciplina secondaria, emanata dalla Banca d'Italia (BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, Titolo V, 1.19.) circoscrive temporalmente (in un arco di tempo non superiore a tre anni) la possibilità di una proroga del termine di durata del fondo, legando funzionalmente tale proroga alla sola ipotesi in cui ciò sia finalizzato al «completamento della liquidazione degli investimenti». L'applicazione estensiva di tale previsione agli ELTIF comporta che il diritto di estensione temporanea della durata del fondo, *ex* art. 18 Regolamento, possa essere ammesso solo ove integri le due condizioni – temprali e causali – previste dalle disposizioni normative emanate dalla Banca d'Italia.

Sarebbe, invece, auspicabile – stante la portata intracomunitaria del prodotto – la previsione di una regolamentazione unitaria che realizzasse un *level playing field* anche rispetto alle condizioni in cui tale estensione sia ammissibile. In altri termini, potrebbe dirsi adeguato rispetto alle caratteristiche precipue dell'ELTIF e ai conseguenziali diritti spettanti agli investitori – in ragione della partecipazione a un fondo ontologicamente e inderogabilmente *closed* – ricondurre l'estensione della durata alla sola ipotesi in cui essa risulti funzionale al completamento della liquidazione delle attività *ex* art. 21 Regolamento e, di conseguenza, al soddisfacimento del diritto di rimborso degli investitori. Ciò, per lo meno, ove l'ELTIF sia stato ammesso alla negoziazione nel mercato al dettaglio[550].

Diversa è invece l'ipotesi in cui il regolamento del fondo non contempli, nella sua versione originaria approvata dalla autorità nazionale competente, la facoltà *ex* art. 18 Regolamento di estensione della durata dell'ELTIF. Non è detto, infatti, che la mera previsione secondo cui la liquidazione delle attività debba iniziare con congruo anticipo, rispetto alla scadenza, sia sufficiente a permettere un completamento del programma entro la scadenza del fondo, sì da consentire poi agli investitori di soddisfare il proprio diritto di rimborso[551].

In simili circostanze, si prospetterebbe come opportuna[552] la modifica del regolamento del fondo con riguardo al profilo temporale, non essendo contemplato dalla disciplina

---

[550] Come si è avuto modo di rilevare sopra, l'ammissione alla commercializzazione dell'ELTIF anche agli investitori *retail* è subordinata a una serie di presidi normativi (v. *supra* cap. II, parag. 2.2. e 2.2.1), tra cui la procedura *ex* art. 27 Regolamento, funzionale a verificare se, in considerazione del ciclo di vita del fondo e della strategia di investimento operata, il fondo *de quo* sia "adatto" alla commercializzazione presso il mercato *retail*. Il gestore nel compiere tale *test* di adeguatezza dovrebbe altresì considerare, in considerazione di quanto sopra esposto circa l'estendibilità – seppure temporanea – della durata dell'ELTIF, se e a che condizioni la facoltà di cui all'art. 18 Regolamento sia esercitabile da parte del gestore. Se, in una prospettiva *de iure condendo*, si riconducesse l'estensione temporanea alla sola ipotesi in cui ciò sia funzionale alla liquidazione delle attività del fondo e, di conseguenza, al rimborso degli investitori per la fine del ciclo di vita del fondo, tale previsione negli atti istitutivi del fondo non sarebbe ostativa rispetto alla commercializzazione del prodotto tra gli investitori al dettaglio. Diversa, invece, sarebbe – come è allo stato dell'arte in assenza di una specifica previsione normativa in tal senso – la valutazione del fondo rispetto al mercato *retail* ove la facoltà di estensione della durata del fondo non venisse ancorata a necessità scaturenti dalla liquidazione delle attività, in quanto ciò potrebbe determinare *in itinere* una modifica dell'*holding period* che finirebbe per essere di ardua "gestione" da parte di un investitore al dettaglio, specie allorquando non sia nemmeno configurata la facoltà di *early redemption*.

[551] Come detto, la natura illiquida degli investimenti potrebbe scontare il rischio di maggiori difficoltà nel collocamento delle attività da dismettere. V. *supra* parag. 2.

[552] Diversamente, ove non si optasse per una modifica del termine di durata del fondo, funzionale al completamento delle operazioni di liquidazione delle attività del fondo, il rischio sarebbe di incorrere in ulteriori lacune normative di difficile soluzione stante la scelta da parte del legislatore europeo di non attribuire una vincolante qualificazione giuridica all'ELTIF (v. Considerando n. 13, Regolamento, secondo cui «poiché un FIA UE può assumere forme giuridiche diverse che non necessariamente gli conferiscono personalità giuridica, è opportuno intendere le disposizioni che impongono all'ELTIF di agire come riferite

europea in discorso un sistema che consenta di far fronte automaticamente alla non definizione – nei tempi stabiliti – della procedura di liquidazione delle attività o alla non opportunità di procedere allo smobilizzo stesso delle attività in un momento in cui le condizioni di mercato non paiono propizie.

Sarebbe quindi necessaria una modificazione del regolamento[553] – con riguardo al profilo della durata del prodotto di investimento – dalla quale discenderebbe una variazione *in itinere* delle condizioni negoziali cui gli investitori abbiano originariamente aderito, modifica che potrebbe incidere sugli stessi in modo non trascurabile, specie in considerazione del carattere chiuso del fondo[554]. Al contempo, l'assenza di una specifica disciplina circa il diritto di *voice*[555] per i partecipanti all'ELTIF – pur coerente con l'agnosticismo normativo con riguardo alla forma giuridica assunta dal prodotto – imporrebbe, quindi, al gestore l'onere di agire – sotto la vigilanza delle singole autorità nazionali a ciò preposte – modificando il regolamento del fondo solo ove ciò corrisponda effettivamente a un miglior perseguimento dell'interesse degli investitori[556].

---

al gestore dell'ELTIF, qualora quest'ultimo sia costituito come FIA UE impossibilitato ad agire autonomamente perché privo di personalità giuridica propria»). Sorgerebbero simili dubbi applicativi anche con riferimento a fattispecie di matrice domestica, come rilevato da BONFATTI, *op. cit*., 31 ss.

[553] Varrebbe quanto previsto, in generale, dall'art. 5 Regolamento, con riferimento alla procedura autorizzativa, e dalle disposizioni domestiche relative ai veicoli di investimento chiusi contrattuali e statutari (v. rispettivamente artt. 37 e 35-*septies* t.u.f.).

[554] Diversamente da quanto accade per i prodotti *open-end* rispetto ai quali la reazione tipica dell'investitore che non condivide le scelte di gestione adoperate sta nell'esercizio del diritto di *exit*, nel caso degli OICR chiusi le più limitate – se non escluse – possibilità di "uscita" dall'investimento, impongono l'adozione di maggiori cautele lato investitore e, in taluni casi, il coinvolgimento degli stessi. Sul punto, v. MORLEY, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation,* in *Yale Law Journal*, 2014, vol. 123, 1250 ss., il quale rileva come «*the strength of exit rights varies significantly among different types of funds. Mutual funds offer strong exit rights in the form of daily redemptions while private equity funds offer much weaker exit rights in the form of relatively infrequent liquidations. This variation in the strength of exit rights actually bolsters the claim about the significance of exit rights, however. As we shall see, as fund investors' exit rights become stronger, control rights and contractual protections become weaker, and as exit rights become weaker, control rights and contractual protections become stronger. The separation of funds and managers is thus most problematic in closed-end funds and private equity funds, where exit is relatively limited and is least problematic in mutual funds and hedge funds, where exit is relatively free*».

[555] Ove l'ELTIF adottasse un modello contrattuale, in ambito nazionale troverebbe applicazione quanto prescritto dall'art. 37, comma 3, t.u.f., il quale attribuisce ai partecipanti di fondi chiusi – diversi dai FIA riservati – il diritto di riunirsi in assemblea per la sola delibera di sostituzione del gestore. Il riconoscimento di un siffatto potere – che fa da contraltare rispetto alla più limitata liquidabilità dell'investimento rispetto a un fondo aperto – non può, a ogni buon conto, tradursi in una facoltà di ingerenza di questi ultimi rispetto alle scelte di investimento e, più in generale, gestorie adottato dal gestore del fondo medesimo. Sul punto, *funditus*, cfr., *inter alia,* COPPOLA, *op. cit*., 271; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 139 ss.; RESTUCCIA, *I fondi di investimento chiusi*, Bari, 2012, 52 ss.; critico sulla previsione dell'assemblea dei partecipanti dei fondi chiusi, *ante* modifica apportata in recepimento della dir. AIFM, è CARRIÈRE, *Problemi aperti di* fund governance *dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc*., 2011, 41.

[556] Invero, il Regolamento non subordina l'ipotesi di modifica al ricorrere di specifici presupposti, limitandosi unicamente a prescrivere la comunicazione della stessa all'autorità nazionale competente. L'assenza di una specificazione normativa che limiti l'adozione di modifiche che possa incidere sui diritti

Se i margini di flessibilità regolamentare lasciati dal legislatore europeo, con riguardo alla proroga della durata del fondo, possono far sorgere i dubbi suesposti circa il rischio di applicazioni eterogenee nei diversi ordinamenti nazionali dell'Unione per un prodotto che, invece, aspira a qualificarsi come unitario, ancora maggiori sono i dubbi applicativi che emergono con riferimento a una diversa ipotesi di liquidazione dell'ELTIF, la quale consegue al mancato soddisfacimento del rimborso degli investitori. L'assenza di una dettagliata regolamentazione della suddetta fattispecie – oltre a determinare l'insorgere di una serie di questioni di carattere interpretativo – potrebbe dare l'aire sia a un'espansione di pattuizioni negoziali distoniche rispetto agli intenti regolamentari, sia all'applicazione estensiva di discipline nazionali da cui potrebbe scaturire un'operatività disomogenea dei prodotti in questione nell'ambito dell'Unione europea.

4. Una diversa (e insolita) ipotesi di liquidazione: indagine ermeneutica dei relativi profili applicativi

Definite le condizioni e le modalità di svolgimento della procedura liquidatoria delle attività dell'ELTIF, sia sulla scorta di quanto stabilito dalle disposizioni normative, sia tenuto conto degli spazi di autonomia rimessi alla regolamentazione del prodotto a integrazione della disciplina dettata *ex lege*, pare opportuno volgere l'attenzione a un'ulteriore ipotesi di liquidazione, rispetto alla quale il legislatore europeo si limita a dettare un'esigua[557] disciplina che consente solo di comprendere – stando alla lettera della norma – la causa in conseguenza della quale essa scaturisce, ovvero il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso dell'investitore. Infatti, l'effetto che il legislatore europeo riconnette all'eventuale non soddisfazione della richiesta avanzata

degli investitori potrebbe, in ambito nazionale, essere colmata dall'applicazione delle disposizioni secondarie emanate dalla Banca d'Italia la quale, con riguardo ai FIA chiusi, prescrive che, salvo il potere dell'assemblea dei partecipanti di deliberare la sostituzione del gestore, tenuto conto della particolare natura dei fondi chiusi, «le modifiche regolamentari devono essere limitate ai casi strettamente necessari e comunque nell'interesse dei partecipanti», prescrivendo al contempo che il contenuto di ogni modifica regolamentare sia pubblicato «utilizzando le medesime fonti previste nel regolamento per la diffusione del valore della quota». V. BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, Titolo V, 1.19. Si tratta pur sempre di una formula ampia rispetto alla quale è arduo garantire a priori un'uniformità applicativa intracomunitaria.

[557] Si tratta, invero, di un eufemismo, considerato che la disciplina di cui trattasi consiste in un'unica disposizione regolamentare.

dagli investitori – conformemente alla politica di rimborso adottata – è quello di riconoscere a questi ultimi il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF.

Invero, la laconicità della formulazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, pone anzitutto una questione di natura esegetica con riguardo all'individuazione delle circostanze in cui i partecipanti al fondo possano avvalersi, in concreto, di tale facoltà per far fronte al mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso.

Ancor prima di indagare la natura della potenziale procedura liquidatoria e le modalità mediante cui essa debba compiersi, pare, quindi, dirimente comprendere quando tale evenienza – ovvero, la richiesta di liquidazione – sia prospettabile.

Il Regolamento, infatti, prevede che la possibilità di agire per la liquidazione è conseguente al mancato soddisfacimento, entro un anno, dalla presentazione della domanda di *redemption* avanzata dagli investitori[558], purché questa sia stata proposta conformemente alla politica di rimborso adottata dall'ELTIF. La disposizione in discorso non specifica, tuttavia, se siffatto potere sia da riconnettere al caso in cui la richiesta di rimborso sia conseguente alla conclusione del ciclo di vita dello stesso o se, altresì, all'ipotesi di rimborso anticipato eventualmente ammessa dagli atti istitutivi dell'ELTIF. Sotto il profilo e temporale e causale, infatti, le due ipotesi non paiono coincidenti, seppure entrambe comportino dei risvolti sull'operatività del prodotto[559] di cui tuttavia il legislatore europeo non tiene debitamente conto.

La previsione di un siffatto potere è, per lo meno, riconducibile al caso in cui la richiesta di rimborso sia avanzata dall'investitore una volta raggiunta la scadenza della durata dell'ELTIF e ciò lo si desume dallo stesso tenore dell'art. 18 Regolamento che, nel dettare la disciplina concernente la politica in materia di rimborso, pone quale regola generale quella secondo cui la *redemption* può essere chiesta dai partecipanti solo dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo. La disposizione ammette, tuttavia, una deroga alla regola suddetta, allorché rende ammissibile la possibilità per gli investitori di chiedere l'*early redemption.*

Il dubbio che si pone è quindi se l'eventuale insoddisfazione di tale richiesta, al pari del caso in cui il rimborso sia domandato *post* conclusione della durata dell'ELTIF, possa altresì rappresentare il fondamento per l'esercizio del potere di chiedere la liquidazione

[558] Tale potere è da attribuire al singolo investitore rimasto insoddisfatto nella richiesta di rimborso, a prescindere dal dato letterale che ricorre alla formula plurale «gli investitori». Sul punto, v. *infra* parag 4.1.

[559] Pare, tuttavia, che siffatte conseguenze producano effetti differenti a seconda delle circostanze dalle quali siffatta richiesta consegue. Per ragioni di logica espositiva e non solo, si rinvia al prosieguo della trattazione l'analisi di tali profili; v. *infra* parag. 4.1. e 4.2.4.

del prodotto stesso, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, o se, piuttosto, tale possibilità sia appannaggio dei soli investitori che abbiano chiesto il rimborso alla scadenza del termine di durata.

Rinviando al prosieguo della trattazione l'indagine circa la configurazione giuridica da attribuire alla possibilità riconosciuta agli investitori di chiedere il rimborso anticipatamente[560], al solo fine di definire il perimetro dell'indagine in discorso, pare possa sin d'ora rilevarsi come la previsione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento[561], sia da riferirsi – secondo chi scrive – non solo all'ipotesi in cui la richiesta di rimborso scaturisca dall'applicazione della regola generale in tema di *redemption* – secondo cui il rimborso può essere chiesto solo dopo la fine del ciclo di vita del fondo – ma altresì al caso in cui essa derivi dall'applicazione della fattispecie eccezionale[562] che ammette, a certe condizioni, il rimborso anticipato da parte degli investitori[563].

A questa interpretazione si può pervenire sulla scorta di due differenti argomentazioni, l'una, di carattere, logico-sistematico, l'altra, invece, che tiene conto dell'*iter* evolutivo della disposizione *de qua*.

Sotto il primo profilo, non può infatti non considerarsi la collocazione topologica della disposizione che, per l'appunto, è posta nella norma dedicata alla politica di rimborso[564] che contempla sia l'ipotesi in cui la *redemption* sia chiesta dopo la fine del ciclo di vita dell'ELTIF, sia quella in cui la richiesta di rimborso sia avanzata anticipatamente, con ciò dovendosi intendere che la possibilità di chiedere la liquidazione del fondo prescinda dal momento in cui la richiesta di rimborso – rimasta insoddisfatta – sia stata avanzata, essendo piuttosto un potere di cui l'investitore dispone a fronte del mancato soddisfacimento del rimborso (sia esso richiesto in via anticipata o meno).

Per altro verso, ove si volesse ricorrere a criteri interpretativi altri, v'è da considerare che nell'originaria proposta della Commissione[565] – la quale non contemplava l'evenienza di rimborsi anticipati – la possibilità degli investitori di agire per la liquidazione dell'ELTIF

---

[560] Sul punto, v. *infra* parag. 4.2.2.

[561] Si segnala che la disposizione in questione nulla dice circa la portata applicativa della facoltà di agire per la liquidazione, rimettendo all'interprete l'onere di definire il perimetro di applicazione della previsione regolamentare; sul punto, v. *infra* parag. 4.1. e 4.2.4.

[562] Eccezionale nel senso che essa costituisce un'eccezione rispetto alla previsione generale – tipica delle fattispecie *closed* – secondo cui il rimborso può essere chiesto solo dopo la conclusione della durata del fondo, fissata negli atti istitutivi dello stesso.

[563] Sul punto, v. *supra* cap. II, parag. 5, nonché *infra* parag. 4.2. ss.

[564] Si tratta dell'art. 18 Regolamento, rubricato come «Politica in materia di rimborso e ciclo di vita dell'ELTIF».

[565] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine*, 26 giugno 2013, 28.

era connessa *claris verbis* alla sola circostanza che la loro richiesta non fosse stata soddisfatta entro un anno dalla fine del ciclo di vita del fondo, dal che si sarebbe desunto che la richiesta di liquidazione da parte degli investitori poteva essere avanzata solo nella circostanza in cui, giunto a scadenza il temine di durata dell'ELTIF, non si fosse dato seguito alla domanda di *redemption* dei partecipanti.

Tuttavia, la disposizione allo stato vigente è stata modificata rispetto a quella originaria – in considerazione dell'integrazione dell'allora proposta nel senso di ammettere ipotesi di *early redemption* – venendo sostituita così la formulazione «entro un anno dalla fine del ciclo di vita dell'ELTIF» con quella più generale secondo cui la richiesta di liquidazione è ammissibile allorquando le richieste di rimborso non siano state soddisfatte entro un anno dalla loro «presentazione». La novella della disposizione – rispetto al tenore dell'originaria proposta – non è, di certo, casuale, ma sottende – sempre secondo chi scrive – la necessità di ampliare il potere di agire per la liquidazione anche al caso in cui il mancato soddisfacimento degli investitori dipenda dall'*early redemption*[566] e non già nel solo caso in cui la richiesta sia stata presentata, ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento, per ottenere il rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo.

Tanto nell'una, quanto nell'altra circostanza, la richiesta di liquidazione è riconducibile a un *agere* non fisiologico dello stesso. Se, infatti, nell'operatività ordinaria dell'OICR in questione, la liquidazione delle attività dello stesso – nei termini cui sopra si è fatto riferimento[567] – viene intrapresa prima della scadenza del fondo, sì da soddisfare poi la legittima pretesa dei partecipanti di ottenere il rimborso della quota investita, nel caso in cui essa consegua all'esercizio del potere *ex* art. 18, parag. 4, essa (ovvero, la liquidazione) viene, invece, utilizzata come rimedio – per così dire forzoso – rispetto all'ipotesi di mancato soddisfacimento della richiesta di *redemption*.

Se tale considerazione può valere in generale per qualsivoglia ipotesi in cui gli investitori debbano fruire del potere di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento, non può tuttavia non considerarsi che, a seconda se il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso consegua alla scadenza del ciclo di vita del fondo o alla specifica domanda di rimborso anticipato, le problematicità che emergono, sotto il profilo applicativo, mutano, rendendo

[566] L'ampliamento della disciplina della *redemption* – nel senso di ammettere richieste anticipate di rimborso – giustificherebbe un'estensione della facoltà di agire per la liquidazione anticipata, ove il rimborso non abbia ottenuto soddisfacimento alcuno, attribuendo così agli investitori uguali strumenti di tutela a prescindere dal *quando* la richiesta sia stata avanzata. Tale interpretazione avvalorerebbe la qualificazione della cd. *early redemption* in termini di diritto di cui il partecipante – al ricorrere di determinate condizioni – dispone; sul punto, v. *infra* parag. 4.2.2.

[567] V. *supra* parag. 2.

quindi necessario procedere con un'analisi separata delle diverse fattispecie. Ciò, ancor più, in ragione dell'esigenza di valutare se e in che termini la possibilità – eventualmente contemplata dal Regolamento – di chiedere l'*early redemption* possa configurare un diritto per l'investitore, circostanza che è, di certo, assodata con riferimento al caso di richiesta rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo[568].

4.1. La liquidazione dell'ELTIF per mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo

Come sopra rilevato[569], nella prima versione della proposta di Regolamento, che la Commissione aveva rimesso all'approvazione del Parlamento europeo e del Consiglio, il potere di chiedere la liquidazione del fondo era connesso al mancato soddisfacimento del rimborso, entro un anno dalla conclusione del ciclo di vita del fondo[570]. La disposizione mirava quindi a stabilire una sorta di limite temporale di tollerabilità entro cui potesse ammettersi un ritardo nel soddisfacimento del diritto dei partecipanti, decorso il quale si sarebbe conferito direttamente agli investitori il potere di azionare l'*iter* liquidatorio necessario al soddisfacimento della *redemption* loro spettante.

Pur a fronte della modifica letterale della disposizione nel corso dell'*iter* di approvazione del Regolamento, non pare che, sotto il profilo applicativo, il potere attribuito agli investitori – con riguardo all'ipotesi in esame – abbia subìto una qualche alterazione, dal momento che il lasso temporale annuale di "tolleranza" è rimasto immodificato.

A ben guardare, tuttavia, la lettera della disposizione – nel testo del Regolamento poi approvato – ha determinato una modifica nella posizione giuridica del singolo investitore, in quanto, rispetto alla prima versione proposta dalla Commissione, non si fa più riferimento, come *dies a quo*, alla fine del ciclo di vita del fondo, bensì alla data di presentazione delle relative domande. Se si considera che la richiesta di rimborso può essere legittimamente[571] presentata solo dopo la fine del ciclo di vita del fondo, si deduce

---

[568] Per ragioni di logica espositiva e non solo, si rinvia al prosieguo l'indagine in discorso, ritenendo la soluzione del dubbio sopra esposto dirimente ai fini dell'analisi dei connotati della liquidazione dell'ELTIF ammessa su richiesta degli investitori ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento. V. *infra* parag. 4.1.

[569] V. *supra* parag. 4.

[570] V. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine*, 26 giugno 2013, 28, nella quale si legge, *sub* art. 16, parag. 3, che «gli investitori possono chiedere la liquidazione dell'ELTIF se la loro domanda di rimborso non è stata soddisfatta entro un anno dalla fine del ciclo di vita dell'ELTIF».

[571] Salvo che non sia prevista la possibilità di rimborsi anticipati, ipotesi cui si farà riferimento nel prosieguo (v. *infra* parag. 4.2. ss.)

come la nuova lettera della norma non abbia poi, in concreto, mutato la posizione degli investitori, se non "individualizzando" il potere in discorso. In altri termini, la proponibilità della liquidazione del fondo non risulta più connessa, come è perspicuo, al verificarsi di un evento "oggettivo" – come la conclusione del ciclo di vita del fondo che è identica per tutti gli investitori – ma dipende, piuttosto, da un evento che assume connotati "soggettivi", in quanto varia a seconda del *quando* i singoli investitori abbiano presentato la domanda di rimborso[572].

Sotto il profilo operativo, trattandosi di una richiesta che proviene dal singolo investitore[573] a fronte della conclusione del termine di durata del fondo, dovrebbe poter trovare applicazione quanto previsto dall'art. 21 Regolamento[574], con riguardo alle modalità di dismissione delle attività dell'ELTIF, nonché quanto stabilito dagli atti istitutivi dello stesso e dal programma di liquidazione debitamente adottato e comunicato alle competenti autorità prima della conclusione del ciclo di vita del fondo[575].

In concreto, la peculiarità della fattispecie in analisi risiede nella circostanza che, pur a fronte della scadenza del termine di durata dell'ELTIF, la liquidazione dello stesso è azionata dai partecipanti in conseguenza del mancato soddisfacimento della domanda di rimborso legittimamente avanzata a seguito della scadenza della durata del prodotto.

---

[572] Il che – secondo chi scrive – comporta una responsabilizzazione dell'investitore, il quale potrà giovarsi del potere *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, a seconda del momento in cui abbia avanzato la domanda di rimborso. In particolare, il riconoscimento di siffatto diritto dovrà essere oggetto di specifica e dettagliata informazione nel prospetto che, ai sensi dell'art. 23, Regolamento, deve essere pubblicato prima della commercializzazione dell'ELTIF, come pare desumersi sulla scorta di quanto prescritto dall'art. 23, parag. 4, lett. d), Regolamento. Sul punto, v. *supra* cap. II, parag. 2.2.

[573] Pur utilizzando l'art. 18, parag. 4, Regolamento, il plurale nel riferirsi ai soggetti che hanno il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF, pare potersi sostenere che siffatta prerogativa sia riconoscibile all'investitore in quanto tale, a prescindere dall'ammontare dell'investimento, afferendo alla sua qualità di partecipante al fondo e di titolare del diritto di rimborso. Al contempo, il riconoscimento di un potere al singolo investitore non pare comporti un'alterazione della posizione soggettiva degli altri investitori, posto che, nell'ipotesi in discorso, la richiesta di liquidazione scaturirebbe dall'insoddisfazione della domanda di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo, con ciò di coinvolgendo *ex se* la posizione della collettività degli investitori dell'ELTIF in questione o del comparto, come previsto dall'art. 8, Regolamento (nel senso che se l'ELTIF è comprende più comparti di investimenti, ogni comporto è considerato alla stregua di un ELTIF separato). Diverse considerazioni dovranno svolgersi, invece, con riferimento all'ipotesi in cui il potere di liquidazione sia esercitato in conseguenza al mancato soddisfacimento della richiesta di *early redemption*; sul punto, v. *infra* parag. 4.2.4.

[574] Come si è avuto modo di rilevare (v. *supra* parag. 2), la disciplina della liquidazione delle attività dell'ELTIF *ex* art. 21 Regolamento è connessa, sotto il profilo finalistico, all'esigenza di rimborsare quote o azioni degli investitori dopo la fine del ciclo di vita del fondo. La medesima finalità viene in rilievo nell'ipotesi *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, con la conseguenza che il programma di liquidazione adottato e comunicato alle competenti autorità nazionali ben si confà all'esigenza liquidatoria di cui si fanno promotori gli investitori rimasti insoddisfatti a fronte della richiesta di rimborso avanzata dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo.

[575] Ovvero, in un momento antecedente rispetto a quello in cui verrebbe eventualmente esercitato il potere di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento da parte dell'investitore.

Rinviando al prosieguo l'indagine circa le circostanze dalle quali potrebbe scaturire la non soddisfazione della richiesta di rimborso degli investitori[576], il *vulnus* di una simile previsione sta, anzitutto, nell'assenza di disciplina circa gli effetti che la scadenza del termine di durata del fondo produce sui rapporti giuridici instaurati da un ELTIF rispetto al quale non si sia dato luogo tempestivamente alla liquidazione delle sue attività[577]. In altri termini, concluso il ciclo di vita del fondo e promossa dagli investitori la richiesta di rimborso, ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento, rimasta inadempiuta, si determinerebbe *medio tempore* una sorta di ultrattività del fondo[578], per lo meno sino a che non sia decorso il termine annuale *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, necessario affinché gli investitori insoddisfatti possano "*iure proprio*" chiedere la liquidazione del fondo[579].

La problematicità di una simile evenienza – oggetto di dibattito anche in ambito domestico[580] – non trova una soluzione specifica nella disciplina regolamentare e ciò, in qualche misura, è giustificato dalla scelta del legislatore europeo di non prendere posizione circa il necessario riconoscimento di personalità giuridica in capo all'ELTIF, coerentemente alla posizione di "agnosticismo" normativo assunta anche con riguardo ai FIA[581]. Ne discende quindi che, stante la problematicità che la condizione di temporanea ultrattività del fondo determina, in assenza di un'unitaria disciplina comunitaria, un ruolo

[576] La genericità e la portata criptica della disposizione *de qua* danno l'aire a una serie di questioni la cui soluzione, in mancanza di una esplicita previsione normativa, induce l'interprete a ricorrere a categorie e criteri interpretativi che riflettono evidentemente la disciplina applicabile in ambito domestico. Il tema delle cause dalle quali scaturisce la non soddisfazione del rimborso del partecipante potrebbe dipendere da svariati fattori e dinamiche operative rispetto alle quali pare difficile – specie in questa sede – definirne un preciso contorno. Ciò ancor più in considerazione dell'assoluta indeterminatezza utilizzata dal legislatore nell'attribuire agli investitori il potere di chiedere la liquidazione, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento. Sul punto, v. *infra* parag. 5.

[577] Si tratta, invero, di una questione rilevata – seppure *in limine* – anche con riferimento all'ipotesi fisiologica di liquidazione delle attività del fondo per scadenza del ciclo di vita dello stesso, allorché si è fatto riferimento al caso in cui non siano state dismesse le attività prima della scadenza (senza che si sia dato luogo a estensione della durata).

[578] L'ipotesi in discorso si verificherebbe allorché scaduto il termine di durata dell'ELTIF, fissato nel regolamento, e non essendo prorogato tale termini, gli investitori avanzino richiesta di rimborso che, tuttavia, non viene soddisfatta entro un anno. Ove, infatti, la scadenza del prodotto fosse estesa – come, del resto, possibile ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento – non si integrerebbero i presupposti per agire per la liquidazione, posto che il diritto a chiedere il rimborso sorge solo a seguito della conclusione del ciclo di vita del prodotto, salvo le note eccezioni che concernono i casi di cd. *early redemption* (v. *infra* parag. 4.2.1).

[579] Invero, il tema dell'ultrattività si pone anche con riferimento al lasso temporale di svolgimento della procedura liquidatoria azionata dagli investitori, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento.

[580] Sul punto, cfr. BONFATTI, *op. cit*., 31 ss.

[581] V. Considerando n. 13, Regolamento, nel quale si legge che «poiché un FIA UE può assumere forme giuridiche diverse che non necessariamente gli conferiscono personalità giuridica, è opportuno intendere le disposizioni che impongono all'ELTIF di agire come riferite al gestore dell'ELTIF, qualora quest'ultimo sia costituito come FIA UE impossibilitato ad agire autonomamente perché privo di personalità giuridica propria».

determinante dovrà essere assunto dagli atti istitutivi[582] dell'ELTIF chiamati – anche in questa ipotesi – a regolare *medio tempore* le modalità di operatività del fondo, con evidente sacrificio dell'aspirazione uniformante che il Regolamento in questione mira a perseguire con riferimento agli ELTIF[583].

Ora, la circostanza che gli investitori chiedano la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento – allorché non siano stati soddisfatti nella richiesta di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo – potrebbe dipendere da una responsabilità del gestore[584] – o dell'ELTIF stesso, se autogestito – nel non essersi tempestivamente attivato nel dismettere le attività del fondo sì da poter rimborsare, nei tempi stabiliti, gli investitori. In termini differenti pare si ponga la questione nell'ipotesi in cui il mancato rimborso non dipenda da una responsabilità gestoria ma da un'incapacità[585] dell'ELTIF di far fronte

---

[582] La disciplina regolamentare del prodotto non potrà non riproporre la regolamentazione nazionale di riferimento prodottasi sul tema. Invero, in ambito domestico, l'assenza di specifiche disposizioni normativa – sia di matrice primaria sia di matrice secondaria – hanno favorito al consolidamento di prassi assunte dalle SGR con il fine di regolamentare situazioni di incertezza gestoria che scaturiscono dal sopravvenire della scadenza del termine di durata del fondo rispetto al quale non corrisponde un automatico esaurimento dei rapporti giuridici sino allora intrattenuti. Si tratta, invero, di una questione che si pone nel caso in cui il prodotto assuma la "veste" contrattuale, mentre, nell'ipotesi in cui l'OICR sia costituito nella forma societaria, siffatti profili manifestano un rilievo più contenuto. Sul punto, v. BONFATTI, *op. cit*., 33 s.; ID, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Riv. OdC*, 2018, 28 ss.

[583] L'intento di conformare un profilo di prodotto che sia coerente e stabile in tutto il territorio dell'Unione viene, anche solo in parte, sacrificato in relazione a quegli specifici settori di disciplina non regolamentati dal legislatore europeo, con ciò lasciando spazio all'autonomia gestoria chiamata a prevedere l'*an* e il *quomodo* cui far fronte al verificarsi di determinate circostanze (v. *supra* parag. 3). Ciò, in qualche misura, si pone in controtendenza rispetto all'esigenza di prevedere norme uniformi in relazione agli ELTIF, circostanza che ha giustificato il ricorso allo strumento regolamentare che, come evidenziato nel Considerando n. 5, Regolamento, mira quindi a evitare che la divergenza tra i diversi ordinamenti nazionali mini la fiducia degli investitori quale conseguenza di un regime di incertezza del diritto. Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1.

[584] Con riferimento ai profili di responsabilità gestoria nell'ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio, si rinvia all'ampia letteratura prodottasi, nel tempo, in ambito nazionale. V., *inter alia*, con riguardo al sistema originario COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi,* in *Banca, borsa, tit, cred.,* 1984, I, 288 ss.; GENTILE, *op. cit.,* 237 ss.; FAZZUTI, *Profili di responsabilità*, cit., 475; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995; mentre con rifermento alla disciplina vigente, v. FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, cit*.,* 708 ss.; ID, *Gestione dell'investimento e responsabilità,* in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 126 ss.; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit*.,* 180 ss., il quale, con riferimento al regime di responsabilità, traccia una differenziazione a seconda che si tratti di OICR contrattuali o statutari; SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità,* in *Riv. soc.*, 2015, 1138 ss.; CICCHINELLI, *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento,* in *Corr. giur.,* 2016*,* 832 ss.; GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 748 ss., il quale fa cenno altresì all'esperienza statunitense; CORSO, *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire,* in *Giur. comm.,* 2016, II, 619 ss.; SEMINARA, *op. cit.*, 1132 ss.

[585] In questa sede si ricorre a un lessico generico, rinviando al prosieguo il tentativo – seppure arduo – di conferire maggiore determinatezza a tale termine, allo scopo di indagare altresì la portata della procedura liquidatoria e la sua effettiva efficacia rispetto alle esigenze di rimborso degli investitori.

alla richiesta degli investitori. Quest'ipotesi – la cui portata patologica appare di palmare evidenza – potrebbe altrettanto verificarsi nel caso in cui la richiesta di rimborso venga presentata prima della scadenza della durata del fondo – purché tale eventualità sia ammessa – dal che pare opportuno rinviare al prosieguo della trattazione[586] l'indagine dei profili che attengono alle cause del mancato soddisfacimento, all'esito di una più precisa analisi circa le condizioni al ricorrere delle quali l'investitore che si sia avvalso della possibilità di chiedere il rimborso anticipato possa fruire del potere di chiedere la liquidazione ai sensi art. 18, parag. 4, Regolamento.

4.2. … (segue) e nell'ipotesi di richiesta di *early redemption*

Se, come si è rilevato sopra[587], sotto il profilo ermeneutico, il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF attiene non solo all'ipotesi in cui la domanda di rimborso sia proposta *post* conclusione del ciclo di vita del fondo, ma altresì allorquando sia avanzata la cd. *early redemption*, risulta necessario indagare – ancor prima di comprendere in che termini tale liquidazione possa svolgersi – la configurazione giuridica del rimborso anticipato, eventualmente ammesso dagli atti istitutivi del fondo, dal momento che sino a ora ci si è limitati a definire il solo aspetto conformante che i tratti fisiognomici dell'ELTIF producono rispetto alla disciplina del disinvestimento[588].

L'inquadramento del rimborso anticipato – in termini o meno di diritto dell'investitore – rappresenta, infatti, il presupposto logico per comprendere se e come il mancato soddisfacimento del rimborso possa incidere sull'operatività dell'ELTIF in considerazione della possibilità, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, di agire per la liquidazione dello stesso.

4.2.1. Le precondizioni necessarie ai fini dell'ammissibilità dell'*early redemption*

Nel trattare delle caratteristiche che fanno dell'ELTIF un OICR chiuso si è detto[589] come il legislatore europeo – in controtendenza rispetto all'originaria proposta del Regolamento – abbia aperto a forme di rimborso anticipato, con l'obiettivo di incoraggiare gli

[586] V. *infra* parag. 5.
[587] Sul punto, si rinvia a quanto sostenuto *supra sub* parag. 4.
[588] V. *supra* cap. II, parag. 5.
[589] V. *supra* parag. 4.

investitori, specie al dettaglio, a investire nel nuovo veicolo di matrice europea[590]. Sebbene il Regolamento demandi alla libera scelta del gestore la facoltà di istituire un ELTIF che ammetta o meno l'*early redemption* degli investitori, non poteva non dettarsi un *minimum* di disciplina[591] che indicasse – almeno in linea di massima – le condizioni al ricorrere delle quali possa dirsi ammissibile la previsione negli atti istitutivi dell'ELTIF del rimborso anticipato degli investitori.

Nell'intento, quindi, di indagare in che termini sia configurabile tale evenienza – ovvero se essa sia qualificabile in termini di un diritto riconosciuto al partecipante del fondo il cui soddisfacimento prescinde dalla volontà del gestore – si rende necessario comprendere a quale condizione il legislatore europeo consenta di "derogare"[592] rispetto alla previsione secondo cui il rimborso della quota investita possa essere richiesto solo dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo[593].

Pur rimettendo all'autonomia negoziale la previsione o meno di forme di rimborso anticipato, il legislatore europeo condiziona tale ipotesi al rispetto di specifici requisiti che consentano – almeno negli intenti del regolatore – di scongiurare un duplice rischio, ovvero, da un lato, quello di istituire OICR che, sotto il *label* ELTIF, finiscano poi in concreto per assumere connotati *open-end* e, dall'altro, quello di lasciare spazio a *early redemption* allorquando il fondo non sia nelle condizioni di darvi seguito.

---

[590] V. Considerando n. 36, Regolamento. Sul punto si rinvia a quanto sopra esposto *supra sub* cap. II, parag. 5.

[591] La previsione di un *early redemption* – quale compromesso normativo per convogliare maggiori investimenti – non poteva essere rimessa alla mera discrezionalità degli operatori, dal momento che la qualificazione del prodotto come ELTIF impone allo stesso una specifica conformazione genotipica i cui tratti fondamentali non sono in alcun modo derogabili o modellabili sulla base della mera discrezionalità di coloro che istituiscono il fondo *de quo*; cfr., CICIANI, VENEZIANO, GARIBOLDI, *op. cit*., 409. Ci si riferisce, per lo meno, al carattere illiquido e di lungo termine del prodotto, nonché alla sua matrice europea che permette al veicolo di operare in regime di libera commercializzazione tra i diversi Paesi dell'Unione in forza del passaporto europeo. L'intento è infatti quello di tutelare il legittimo affidamento che gli investitori ripongono sul prodotto, nella prospettiva che la denominazione "ELTIF" risponda a specifiche caratteristiche del prodotto. V. MULAZZANI, *sub* art. 188, cit., 1333 ss.; TORELLI, *sub* art. 190, *cit*., 1340; VOLPE, *sub* art. 188, cit., 1709.

[592] È la stessa lettera del Regolamento (art. 18, parag. 2) a configurare tale ipotesi come una deroga rispetto alla disciplina generale sancita dal parag. 1 del medesimo art. 18.

[593] Come si è avuto modo di rilevare (v. *supra* cap. II, parag. 3), i tratti fisiognomici del fondo conformano *ex se* un prodotto che non si presterebbe ad ammettere disinvestimenti anticipati, in quanto l'impiego del suo capitale in attività prettamente illiquide e con prospettive temporali di lungo periodo renderebbe – in teoria – arduo il soddisfacimento anticipato degli investitori. Ciò, peraltro, sarebbe antinomico rispetto alle esigenze specifiche cui il legislatore europeo intende far fronte con l'introduzione dell'organismo di investimento in analisi, ovvero reperire capitali pazienti[593] che possano costituire un canale alternativo per il finanziamento delle PMI e delle attività reali al fine di favorire la crescita dell'economia europea (v. Considerando n. 1, nonché art. 1, parag. 2, Regolamento). Sul punto, cfr., VELLA, *Il tempo lungo nella finanza,* cit*.,* 63; BASSANINI, REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa,* cit., 7.

Sulla base di queste due direttrici, quindi, possono classificarsi le precondizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, al ricorrere delle quali gli atti istitutivi dell'ELTIF possono ammettere rimborsi prima della scadenza della durata del fondo.

Anzitutto, la possibilità di consentire rimborsi *medio tempore* presuppone che il fondo sia – almeno in linea di massima – capace di farvi fronte, nel senso che disponga di liquidità idonea a soddisfare la richiesta[594] degli investitori, se non *in toto* almeno in parte.

Ora, per un fondo che è ontologicamente caratterizzato da illiquidità – per le specifiche e inderogabili scelte di impiego dei capitali raccolti[595] – la gestione della liquidità diventa dirimente, dal momento che essa non è solo destinata alle richieste di rimborso degli investitori, ma altresì alle spese correnti cui il fondo deve far fronte, nonché al soddisfacimento di soggetti che vantano crediti nei confronti di quest'ultimo[596].

A cagione di ciò, il legislatore prescrive, quale precondizione, l'adozione da parte del gestore di un sistema adeguato di gestione della liquidità e di monitoraggio del relativo rischio cui può incorrere l'ELTIF, con l'onere per il GEFIA di dimostrare all'autorità competente[597] la compatibilità dei flussi di liquidità rispetto alla politica di investimento e di rimborso adottata. Il Regolamento non specifica il tipo di procedura che il gestore deve seguire per la gestione della liquidità, ma si limita unicamente a prescrivere che tale condizione debba essere integrata – affinché si possano ammettere rimborsi anticipati – non solo in fase di autorizzazione, ma altresì per l'intera durata del ciclo di vita del fondo.

Invero, la previsione di una simile procedura non rappresenta una novità, dal momento che il problema della gestione della liquidità[598] è *more solito* una questione che si pone

---

[594] L'utilizzo del termine generico "richiesta" non è casuale, ma dipende dalla volontà di chi scrive di analizzare solo nel prosieguo – dopo aver indagato le condizioni necessarie per ammettersi l'*early redemption* – in che termini tale domanda possa qualificarsi. V. *infra* parag. 4.2.2.

[595] Con riferimento alle politiche di investimento dell'ELTIF, si rinvia a quanto sopra esposto *sub* parte II, cap. I, parag. 4.

[596] Ai sensi dell'art. 16 Regolamento, l'ELTIF è ammesso a ricorrere alla leva finanziaria, seppure nella sola misura del 30% del valore del capitale dello stesso.

[597] In ambito domestico, l'autorità competente a verificare il rispetto di siffatta condizione dovrebbe essere individuata – seppure non sia prescritto esplicitamente dall'art. 4-*quinquies*.1 t.u.f. – nella Banca d'Italia. Ciò lo si desume dal provvedimento da ultimo emanato dalla stessa a integrazione del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, laddove prevede che essa può richiedere a una SGR, SICAV o SICAF la trasmissione della documentazione relativa a una prova di stress di liquidità per contribuire a dimostrare la capacità del fondo di essere conforme alle disposizioni applicabili, anche per quanto riguarda la possibilità di soddisfare le richieste di rimborso in condizioni normali e di criticità, imponendo, in quest'ultimo caso, ai gestori di darne tempestiva comunicazione alla medesima *autority*. In particolare, a integrazione del Titolo V, la Banca d'Italia specifica altresì quale debba essere il contenuto della notifica, onerando le SGR, le SICAV o le SICAF di dare comunicazione di qualsivoglia informazione relativa alle prove di stress di liquidità.

[598] Con riferimento al tema della tensione di liquidità – specie con riguardo agli *hedge fund* – si richiama quanto sostenuto da BANCA D'ITALIA, *Bollettino di Vigilanza,* dicembre, 2008, 10, la quale, nell'ambito del

con riferimento ai fondi – specie quelli aperti – rispetto ai quali le richieste di rimborso degli investitori impongono l'adozione di procedure che scongiurino rischi di illiquidità. Del resto, infatti, la dir. AIFM – pur mantenendo un approccio regolamentare amorfo[599] rispetto alla disciplina degli OICR e rivolgendo il *focus* della regolamentazione ai gestori – detta talune disposizioni che, seppure indirettamente[600], producono effetti sui FIA, come, fra le altre, quella relativa all'adozione di procedure di gestione della liquidità con riguardo ai fondi alternativi ivi compresi quelli chiusi che ricorrono alla leva finanziaria[601].

Sotto il profilo oggettivo, la disciplina comunitaria in questione mira a garantire che la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso siano tra loro coerenti e ciò allo scopo di permettere agli investitori di ottenere il rimborso nel rispetto della parità di trattamento[602]. Per fronteggiare i rischi di liquidità cui gli OICR possono andar in contro, il gestore dovrà quindi adottare meccanismi (cd. *liquidity stress testing*) che permettano di verificare periodicamente – sia in condizioni di "normalità", sia in momenti di criticità – la capacità di gestione della liquidità da parte del fondo, tenendo

---

regolamento contenente le norme attuative delle disposizioni di cui all'art. 14, commi 6, 7, 8 e 9, del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, rileva come «l'improvvisa riduzione del grado di liquidità delle attività detenute nei portafogli dei fondi, associata a elevate richieste di rimborso delle quote, può avere conseguenze negative per la gestione dei fondi, secondo il migliore interesse dei partecipanti: le SGR potrebbero, infatti, incontrare difficoltà a rimborsare i clienti ed essere costrette a smobilizzare le attività illiquide in assenza di un mercato che assicuri la formazione di prezzi affidabili. In tali casi, per non pregiudicare l'interesse dei partecipanti, l'art. 14, comma 6, lett. b), del d.l. consente alle società di gestione, sino al 31 dicembre 2009, di trasferire le attività illiquide del fondo speculativo in un fondo comune di investimento di tipo chiuso appositamente istituito (side-pocket). L'operazione è realizzata attraverso la scissione parziale del fondo speculativo, a seguito della quale le attività liquide continuano a essere detenute nel fondo speculativo, mentre quelle illiquide sono trasferite nel nuovo organismo. I partecipanti al fondo speculativo ricevono un numero di quote del fondo chiuso uguale a quello che detengono nel fondo speculativo. In base al meccanismo di funzionamento del side-pocket, i partecipanti al fondo speculativo - le cui domande di rimborso non siano state regolate o liquidate prima della costituzione del nuovo veicolo - sono rimborsati, in proporzione alle attività trasferite nel side- pocket, in parte in denaro e in parte attraverso quote del nuovo fondo. Il fondo speculativo, ridimensionato, ma liquido, continua a svolgere la propria attività secondo la politica di investimento prevista nel regolamento di gestione, mentre il fondo chiuso non può emettere nuove quote ed è gestito in un'ottica di smobilizzo delle attività illiquide detenute, procedendo ai rimborsi delle quote via via che le attività sono liquidate [..]».

[599] Sul punto, si rinvia a quanto sopra esposto con riferimento all'approccio armonizzante seguito dal legislatore comunitario nell'ambito della dir. AIFM (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1).

[600] Così LUCIANO, *op. cit.*, 610, il quale rileva come diverse disposizioni della predetta direttiva incidano direttamente anche sui fondi, come quelle dettate dagli artt. 30 ss.; *contra* CIAN, *I FIA*, cit., 293, secondo cui la disciplina in questione non ha inciso – nemmeno in via indiretta – sul contenuto e sulla conformazione dei relativi prodotti.

[601] Come sancito dall'art. 16, parag. 1, dir. AIFM «per ogni FIA gestito diverso da un fondo chiuso che non ricorre alla leva finanziaria, i GEFIA usano un sistema adeguato per la gestione della liquidità e adottano procedure che consentano loro di controllare il rischio di liquidità del FIA e di garantire che il profilo di liquidità degli investimenti del FIA sia conforme alle obbligazioni sottostanti».

[602] Peraltro, il principio della parità di trattamento figura quale ulteriore precondizione per l'ammissibilità dell'*early redemption*, dal momento l'art. 18, parag. 2, lett. e), Regolamento, prevede che «la politica di rimborso dell'ELTIF garantisce che gli investitori siano trattati equamente [..]».

conto delle prescrizioni normative dettate sul punto dal Regolamento AIFM[603]. Quest'ultimo – a integrazione dell'art. 16, dir. AIFM – non impone l'adozione di modelli organizzativi specifici o il rispetto di misurazioni cogenti del rischio ammesso, ma si limita a definire un *framework* di riferimento cui i singoli gestori dovranno ispirarsi nella gestione della liquidità durante il ciclo di vita del fondo[604]. Siffatta disciplina è resa vincolante – sotto il profilo soggettivo – nei confronti degli o.i.c.v.m. e dei FIA, a esclusione di FIA chiusi che non fanno ricorso alla leva finanziaria.

Ora, seppure il Regolamento in analisi non rinvii alla disciplina dettata in generale dalla dir. AIFM con riguardo alla procedura *ex* art. 16, dir. AIFM, pare coerente con l'inquadramento tassonomico sinora esposto[605]– almeno per chi scrive – sostenere che le procedure di gestione della liquidità, cui l'art. 18, parag. 2, lett. b), fa riferimento, siano

---

[603] In particolare, il Regolamento AIFM detta, dall'art. 46 ss., una disciplina dettagliata finalizzata a definire sistemi e procedure per la gestione della liquidità, il monitoraggio della stessa e dei relativi rischi che possano scaturire nell'operatività del FIA, nonché la previsione di prove di stress periodiche che consentano al GEFIA di valutare il rischio di liquidità di ciascun FIA da esso gestito. Siffatte prove di stress, ai sensi dell'art. 48, Regolamento AIFM, devono: *i*) svolgersi sulla base di informazioni affidabili e aggiornate in termini quantitativi o, laddove ciò non sia appropriato, in termini qualitativi; *ii*) simulare una carenza di liquidità delle attività del FIA e richieste di rimborso atipiche, laddove appropriato; *iii*) coprire il rischio di mercato e gli effetti che ne derivano, in particolare sui richiami di margine, i requisiti in materia di garanzie reali o le linee di credito; *iv*) tenere in considerazione delle sensibilità della valutazione in condizioni di stress; *v*) svolgersi con una frequenza adeguata alla natura del FIA, tenuto conto della strategia di investimento, del profilo di liquidità, del tipo di investitori e della politica di rimborso del FIA, e almeno una volta all'anno. A ulteriore specificazione delle previsioni dettate dal suddetto atto normativo, l'ESMA (cfr. ESMA, *Orientamenti sulle prove di stress di liquidità negli OICVM e nei FIA*, 16 luglio 2020, 20) prevede che per i fondi che investono in attività «meno liquide» – categoria nella quale potrebbero ricondursi gli ELTIF, pur essendo definibili, più correttamente, come fondi che investono in attività illiquide – «rivestiranno una certa importanza scenari a bassa probabilità ma ad alto impatto, tra cui la potenziale difficoltà di determinare in modo attendibile i prezzi di attività meno liquide in un periodo di tensione del mercato. Queste attività possono risultare particolarmente vulnerabili in assenza di liquidità nei periodi di stress di mercato, incidendo sul *time to liquidity*, sul costo di liquidazione e anche sulla possibilità o meno di liquidare completamente le attività tenendo conto dell'interesse degli investitori. In tale contesto gli RST possono rappresentare uno strumento particolarmente prezioso, contribuendo a individuare scenari che potrebbero comportare un rischio di liquidità significativo per il fondo (per esempio identificando scenari che determinerebbero l'imposizione di intese speciali o sospensioni). La natura di una base patrimoniale meno liquida può aumentare ulteriormente l'importanza dei gestori che garantiscono un trattamento imparziale degli investitori in condizioni di mercato critiche. Le prove di stress di liquidità potrebbero dunque aiutare un gestore a definire un quadro di governance inteso a propiziare risultati equi per tutti gli investitori, contribuendo a plasmare un modello equo per la liquidazione delle attività. Un metodo che un gestore può impiegare per valutare la liquidità può consistere nel privilegiare l'esecuzione di LST ad hoc per i fondi che investono in attività meno liquide, nel caso in cui sia stato individuato un evento imminente che potrebbe incidere negativamente sulla liquidità del fondo. Pertanto, i gestori devono prestare particolare attenzione relativamente all'adeguatezza della frequenza degli LST per i fondi che investono in attività meno liquide».

[604] Cfr. STANZIALE, *I controlli interni e la gestione dei rischi nel gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 97 ss.

[605] Ci si riferisce alla sussumibilità dell'ELTIF nella più generale categoria dei FIA rispetto alla quale, pur assumendo delle caratteristiche fisiognomiche definite, il primo non si discosta, dal momento che i connotati precipui dell'ELTIF non sono tali da definire un *genus* a sé stante. Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 5.

riconducibili alla disciplina dettata in generale per i FIA, anche in considerazione del tenore letterale della norma che evoca in concreto le prescrizioni sopra richiamate[606].

Se non v'è dubbio che l'ELTIF sia un FIA e che lo stesso sia configurabile come un fondo chiuso[607] e, dunque, soggetto alla disciplina dettata dalla dir. AIFM e dal relativo regolamento delegato, il solo tema che si pone è se tale apparato normativo sia applicabile in via estensiva al prodotto in analisi anche ove lo stesso faccia ricorso alla leva finanziaria[608] in ragione dell'esclusione *claris verbis* di siffatta categoria rispetto all'ambito di applicazione della disciplina *ex* art. 16 dir. AIFM.

Tale esclusione pare essere giustificata dalla circostanza che, con riguardo ai fondi chiusi che non ricorrono alla leva finanziaria, i rischi di liquidità siano più contenuti in ragione tanto della politica di rimborso – che procrastina, in linea di massima, la *redemption* degli investitori alla conclusione del ciclo di vita del fondo – quanto dell'assenza di ricorso al *leverage* da parte degli stessi.

Giacché nel caso degli ELTIF la previsione di rimborsi anticipati comporta la necessità di un periodico monitoraggio della liquidità, anche ove questi non facciano ricorso alla leva finanziaria, v'è motivo di ritenere – secondo chi scrive – che la procedura sopra esposta sia *de plano* applicabile[609] anche agli ELTIF che ricorrono alla leva finanziaria ai sensi dell'art. 16 Regolamento, posto che l'esclusione in parola non è da intendersi come divieto assoluto di applicazione in favore dei FIA chiusi che non ricorrono alla leva[610], come peraltro dimostrato dalla normativa secondaria nazionale che estende l'operatività della procedura di gestione della liquidità anche nei riguardi di questi ultimi[611]. L'assenza

---

[606] In particolare, l'art. 18, parag. 2, lett. b), Regolamento pare riproporre – quasi pedissequamente – la lettera dell'art. 46 Regolamento AIFM nel quale si legge che «il GEFIA è in grado di dimostrare alle autorità competenti del suo Stato membro di origine di essersi dotato di un sistema adeguato per la gestione della liquidità e di procedure efficaci, come previsto all'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE, tenuto conto della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso di ciascun FIA».

[607] Con riferimento a tali assunti, si v., rispettivamente, parte II, cap. I, parag. 5 e cap. II, parag. 3.

[608] Ipotesi ammessa – seppure con limitazioni quanto-qualitative – ai sensi dell'art. 16 Regolamento.

[609] Peraltro, il Regolamento non differenzia tra ELTIF che ricorrono alla leva o meno. La previsione della necessità di adottare procedure di gestione e monitoraggio della liquidità è dettata, in generale, per qualunque ELTIF e rappresenta, come detto, una delle precondizioni affinché gli atti istitutivi dello stesso possano contemplare rimborsi anticipati in favore degli investitori.

[610] Con ciò si intende che il legislatore europeo ha reputato non opportuno estendere a siffatta categoria di fondi l'adozione di procedure di gestione e controllo della liquidità in ragione dei più ridotti rischi cui lo stesso è esposto.

[611] Ci si riferisce a BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, Titolo V, Cap. III, la quale estende la procedura *ex* art. 16, dir. AIFM, a tutti i tipi di fondi. Come chiarito da BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Nota di chiarimenti*, 19 gennaio 2015, 6 «la disciplina relativa agli stress test di liquidità si applica a tutte le tipologie di fondi (cfr. Titolo V, Capitolo III, Sez. I,

di rigide regole di misurazione dei rischi di liquidità consente infatti al gestore di modellare i *test* di liquidità – sotto il profilo sia della periodicità, sia della tipicità – in ragione dei concreti rischi cui è esposto il fondo in considerazione del suo inquadramento tassonomico[612].

L'equità di trattamento, oltre che costituire la finalità cui tende la procedura di gestione della liquidità, rappresenta poi una delle condizioni per l'ammissibilità di forme di rimborso anticipato, nel senso che il gestore – ai sensi dell'art. 18, parag. 2, lett. e), Regolamento – deve definire una politica di rimborso che assicuri un trattamento equo dei partecipanti, oltre che proporzionale al *quantum* investito, per l'ipotesi in cui l'ammontare liquido disponibile[613] – destinato al soddisfacimento delle domande di *redemption* – non sia sufficiente a soddisfare l'importo totale delle domande presentate. Invero, l'equità di trattamento e la proporzionalità nel soddisfacimento della richiesta in discorso possono cogliersi a pieno avendo riguardo al *quantum* – non certo in termini meramente numerici – di cui l'ELTIF può disporre per dar seguito alla domanda di *early redemption*.

Il tema involge, in concreto, un'ulteriore precondizione che il legislatore europeo detta ai fini dell'ammissibilità di ipotesi di rimborso anticipato, ovvero quella prescritta dall'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento.

È di perspicuo rilievo che un OICR che investe il capitale raccolto in attività illiquide con una prospettiva di lungo periodo, per poter configurare in via negoziale la prospettiva di rimborsi anticipati, debba preventivamente definire una politica di investimento che permetta impieghi in attività liquide o, per lo meno, "meno illiquide" rispetto a quelle in cui è tendenzialmente impegnato il capitale. In ciò risiede la *ratio* della previsione *ex* art. 9 Regolamento, secondo cui l'ELTIF è ammesso a investire parte del suo capitale in attività di cui all'art. 50, parag. 1, dir. UCTIS IV. Si tratta, infatti – come si è avuto modo

---

par. 5). Ciò posto, tenuto conto delle previsioni nell'art. 48, parag. 3 del Regolamento delegato, il gestore dovrà modulare, le modalità, la frequenza e il contenuto delle prove di stress in relazione alle concrete caratteristiche dell'OICR e ai connessi rischi di liquidità. In tal senso, nella gestione di FIA chiusi che, investendo in partecipazioni in imprese non quotate senza ricorso alla leva finanziaria, hanno un contenuto rischio di liquidità, le prove di stress saranno orientate principalmente ad assicurare la capacità del fondo di liquidare tempestivamente tutti gli investimenti in modo da assicurare il rimborso delle quote o azioni entro la durata contrattuale del fondo».

[612] La classificazione di un OICR in aperto o chiuso comporta *ex se* valutazioni o monitoraggi diversi della liquidità, in considerazione della diversa frequenza con cui gli investitori possono chiedere il rimborso; al contempo, la contrazione di debito da parte del fondo comporta un'ulteriore esposizione dello stesso a rischi di liquidità che, al contrario, non sono riscontrabili – o, per lo meno, sono di gran lunga minori – per quelli che non ricorrono alla leva finanziaria.

[613] Come si avrà modo di rilevare nel prosieguo, non tutta la disponibilità liquida del fondo *de quo* può essere destinata a soddisfare le richieste di rimborso anticipato avanzate dagli investitori.

di rilevare[614] – di attività che consentono al fondo *de quo* di disporre di un *buffer* di liquidità senza che ciò infici il connotato di illiquidità degli investimenti dell'ELTIF, dal momento che solo il 30% del portafoglio del fondo può essere impiegato in attività UCTIS *compliance*.

Se dalle regole di composizione del portafoglio dell'ELTIF si desume *a contrario* che l'investimento in attività liquide non può superare la percentuale suindicata[615], con riferimento all'eventuale rimborso anticipato degli investitori il legislatore europeo impone un'ulteriore limitazione per l'utilizzo di tale "liquidità"[616]. Nello specifico, l'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento, prescrive, quale ulteriore precondizione, la definizione di una politica di rimborso che delimiti la *redemption* degli investitori – nel solo caso in cui questa sia chiesta prima della scadenza del ciclo di vita del fondo – a una «percentuale delle attività dell'ELTIF di cui all'art. 9, paragrafo 1, lettera b)», disponendo, al contempo, che tale percentuale sia «allineata alla strategia di gestione della liquidità e di investimento pubblicata dal gestore dell'ELTIF». In altri termini, col fine di scongiurare rischi di liquidità per il fondo, la disposizione *de qua* non solo limita il rimborso anticipato a quella porzione del capitale dell'ELTIF impiegato in attività liquide, ma ne circoscrive ulteriormente, sotto il profilo del *quantum*, l'utilizzabilità, imponendo al gestore di adottare una politica di rimborso che non eroda del tutto quel *buffer* di liquidità di cui il fondo dispone, ma solo una – non meglio precisata[617] – percentuale di esso.

La genericità della previsione comporta, come è ovvio, una dilatazione dell'autonomia negoziale a cui è rimessa la definizione della percentuale di attività liquide *ex* art. 9, parag. 1, lett. b), Regolamento, da destinare al soddisfacimento delle richieste di rimborso anticipato avanzate dagli investitori.

Se la *ratio* sottesa alla disposizione *de qua* deve rintracciarsi nella volontà del legislatore di scongiurare rischi di liquidità per l'ELTIF – il cui verificarsi comporterebbe delle evidenti conseguenze sistemiche – non si condivide allora la scelta di non ricomprendere, nella definizione del *quantum* disponibile per il rimborso anticipato degli investitori,

---

[614] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.1.

[615] Il legislatore ha cura, infatti, di specificare la misura minima degli investimenti in attività ammissibili – almeno pari al 70% del capitale – definendo così, in via negativa, quanto del capitale del fondo può essere impiegato in attività liquide. V. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.2.

[616] Non si tratta propriamente di liquidità ma di investimenti in attività di pronta e agile liquidazione che, quindi, all'occorrenza possono essere dismesse, allo scopo di dotare il fondo della disponibilità necessaria per far fronte, fra l'altro, alle richieste di rimborso degli investitori.

[617] Siffatta percentuale – entro il limite degli investimenti *elegible* che l'ELTIF può detenere nel suo portafoglio – dovrebbe essere considerata ai fini della valutazione dell'idoneità del prodotto per il mercato *retail*, posto che essa condiziona la probabilità per gli investitori al dettaglio di poter chiedere e ottenere il rimborso in via anticipata allorché non vogliano o possano più sopportare l'*holding period* di lunga durata.

quelle attività già liquidate prima della conclusione della fine del ciclo di vita del fondo. Ciò, infatti, consentirebbe al fondo di estendere il *range* dei rimborsi anticipati, soddisfacendo in misura più rilevante le eventuali richieste degli investitori, senza tuttavia incidere sui connotati fisiognomici del fondo e, dunque, sulla sua naturale "vocazione" all'illiquidità.

Peraltro, una simile ipotesi troverebbe già un riscontro normativo nell'art. 22, parag. 3, Regolamento[618], laddove si ammette la riduzione del capitale dell'ELTIF in caso di liquidazione di un'attività prima del ciclo di vita del fondo, purché ciò risponda all'interesse degli investitori; interesse che – secondo chi scrive – potrebbe sussistere allorché siano state presentate richieste di rimborso anticipato che eccedono, per loro ammontare, i limiti quantitativi di cui all'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento.

A ciò si aggiunga che la lettera dell'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento, fa propendere per l'inderogabilità della regola dell'utilizzabilità parziale delle attività liquide dell'ELTIF, dal momento che non viene prevista alcuna distinzione a seconda dei connotati precipui posseduti dal fondo[619], "depotenziando" così la stessa disciplina delle procedure di gestione della liquidità. Se, infatti, queste ultime sono da compiersi periodicamente e sono finalizzate a permettere al fondo e all'autorità nazionale competente di verificare i meccanismi di monitoraggio della stessa e dei relativi rischi, la previsione tassativa di una disponibilità solo limitata di tale *buffer* non sarebbe coerente con esiti positivi degli *stress test* compiuti sul fondo, ove questi dimostrino una corretta ed efficiente gestione della liquidità da parte del fondo, anche tenuto conto della politica di investimento operata dallo stesso e delle eventuali obbligazioni contratte.

Al contempo, sarebbe auspicabile un ampliamento della percentuale di attività UCTIS *compliance*[620], in quanto ciò consentirebbe di estendere la possibilità di *early redemption* degli investitori, con l'obiettivo di attrarre maggiormente capitali anche da parte degli investitori *retail*[621], pur senza alterare i tratti conformanti del prodotto.

---

[618] V. *supra* cap. II, parag. 4.

[619] A titolo esemplificativo, una distinzione rilevante può essere quella tra ELTIF che fanno ricorso alla leva finanziaria e quelli che non vi ricorrono, posto che per i primi i rischi di liquidità aumentano e potrebbe quindi essere utile la previsione che limiti l'utilizzo delle attività liquide per i rimborsi anticipati degli investitori.

[620] Così anche ASSOGESTIONI, *Relazione annuale*, 23 marzo 2021, 27, secondo cui sarebbe necessario «rivedere la soglia del 70% prevista dal Regolamento ELTIF, aumentando al 40% il limite di investimento nelle attività che ricadono sotto l'ombrello UCITS».

[621] È con riferimento a tale categoria di investitori che, infatti, si pone per lo più la necessità di rendere più agilmente percorribile la strada del rimborso anticipato. Sul punto, v. *supra* cap. II, parag. 2.2.

Tanto le previsioni relative alle procedure di gestione della liquidità, quanto la regola dell'equità di trattamento e di proporzionalità del rimborso, quanto ancora la disposizione concernente i limiti quantitativi entro cui è ammesso il rimborso anticipato sono precondizioni dettate dal legislatore al fine – almeno secondo l'opinione di chi scrive – di garantire in termini cogenti che l'ELTIF non finisca – col proposito di aumentare l'attrattività del prodotto – per esporsi a "crisi" di liquidità che compromettano la sua stessa operatività, finendo per travolgere il mercato in cui lo stesso opera.

Per altro verso, le ulteriori precondizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, sono per lo più finalizzate a garantire che l'ELTIF mantenga il suo connotato *closed*.

Ci si riferisce, anzitutto, alla previsione di finestre temporali specifiche, definite dal regolamento del fondo, nel corso delle quali gli investitori possono presentare la domanda di rimborso anticipato, nonché alla disposizione secondo cui la richiesta *de qua* non può essere avanzata prima di un determinato momento[622], ovvero non prima del termine stabilito in via negoziale entro cui l'ELTIF deve investire il capitale raccolto in conformità alle regole di diversificazione del portafoglio di cui all'art. 13, parag. 1, Regolamento.

Il riferimento a «periodi di tempo» durante i quali gli investitori possono presentare domande di rimborso è giustificato dalla (pressoché) totale illiquidità degli investimenti, circostanza che impone al fondo di definire a monte i momenti in cui potrebbero essere avanzate richieste di *early redemption*, sì da consentire al gestore di stabilire una politica di investimento che tenga conto di tale eventualità anche sotto il profilo temporale, non prestandosi l'organismo in discorso a richieste di rimborso *ad libitum*. La disposizione non precisa, tuttavia, se tali periodi debbano o meno ripetersi nel tempo ovvero, in altri termini, se siffatti periodi debbano intendersi *una tantum* o se possano essere reiterati nel corso della durata del ciclo di vita del fondo, rimettendo quindi alla discrezionalità del gestore la definizione del *quando* le richieste degli investitori possano essere presentate[623].

Orbene, definite le condizioni normative al ricorrere delle quali è ammessa l'istituzione di un ELTIF che contempli l'*early redemption* degli investitori, pare doveroso

[622] Si tratta del termine entro cui il fondo, ai sensi dell'art. 17, parag. 1, Regolamento, dovrebbe soddisfare la soglia minima di impiego del proprio capitale in investimenti ammissibili; termine che può essere prorogato da parte dell'autorità nazionale competente che, in ambito nazionale, è individuata nella Banca d'Italia (v. parte II, cap. I, parag. 4.2.).

[623] Il che potrebbe comportare l'istituzione di OICR sotto il *label* ELTIF che ammettano una certa frequenza di rimborso distonica rispetto ai connotati fisiognomici dello stesso.

interrogarsi sulla natura dei requisiti posti dal legislatore europeo all'art. 18, parag. 2, Regolamento, ovvero se siano possibili o meno deroghe agli stessi.

Invero, la lettera della norma induce a ritenere siffatte precondizioni come inderogabili[624], nel senso che – ferma la libertà del gestore di istituire un fondo che ammetta o meno rimborsi anticipati degli investitori – ove si opti per il primo modello di ELTIF, l'*early redemption* sarà subordinata al necessario e imprescindibile rispetto di tutte le condizioni sopra descritte.

Ne discende che la configurazione della possibilità in parola per l'investitore avrà una duplice fonte, per un verso, legale[625] e, per un altro, negoziale, essendo rimessa agli atti istitutivi del fondo *de quo* la specificazione delle precondizioni dettate dal Regolamento. Se il carattere inderogabile delle condizioni di cui all'art. 18, parag. 2, Regolamento, determina, come è ovvio, che non potrà ammettersi la costituzione di ELTIF che concedano rimborsi anticipati in assenza – in tutto o in parte – dei requisiti suddetti, il dubbio che si pone è se, piuttosto, tale regime possa essere aggravato, ovvero se possano essere introdotte ulteriori condizioni che rendano più onerosa la richiesta di *redemption* anticipata da parte dell'investitore.

Considerato che l'ELTIF è un prodotto *ab origine* pensato per non ammettere in alcun caso rimborsi anticipati[626], ma solo susseguenti alla conclusione del ciclo di vita del fondo, non paiono sussistere ragioni tali da escludere l'ammissibilità di ELTIF che contemplino rimborsi – antecedenti alla scadenza del termine di durata del fondo – al ricorrere di condizioni ulteriori rispetto a quelle dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento. Ciò, in quanto le condizioni *ex* art. 18, parag. 2, Regolamento, sono da intendersi – per chi scrive – come dei requisiti minimi che il fondo deve possedere e

---

[624] Ci si riferisce all'espressione «a condizione che siano rispettate tutte le condizioni seguenti [..]» la quale pare sottendere una vincolatività sottratta all'autonomia gestoria. Ciò lo si desume altresì dalla lettera della norma, la quale ricorre al verbo modale «potere» solo con riguardo alla scelta – rimessa agli atti istitutivi del fondo – di configurare rimborsi anticipati e non con riferimento ai presupposti sottesi a tale evenienza, rispetto ai quali il Regolamento ricorre a una formulazione perentoria «a condizione che siano rispettate tutte le seguenti condizioni».

[625] Nel senso che è il Regolamento che detta all'art. 18, parag. 2, i requisiti necessari al ricorrere dei quali si possono ammettere ELTIF con rimborsi anticipati.

[626] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*, 6, la quale evidenzia come «la natura illiquida delle attività potrebbe rendere difficile per i fondi far fronte a richieste di rimborso degli investitori prima che un'attività o un progetto in cui hanno investito raggiunga la scadenza prevista. La necessità di mantenere attività liquide per soddisfare le richieste di rimborso sottrarrebbe inoltre fondi all'obiettivo primario degli ELTIF — investire in attività a lungo termine. Inoltre, le opzioni di rimborso anticipato (ovvero prima della fine del ciclo di vita degli investimenti del fondo) comporterebbero la necessità di liquidare attività per soddisfare le richieste in tal senso»; MOLONEY, *Eu securities*, cit., 318.

rispettare affinché possano ammettersi richieste di *early redemption* da parte dei partecipanti al fondo, ma non già come un *numerus clausus* di requisiti il cui ampliamento debba necessariamente essere sottratto alla discrezionalità degli operatori[627].

A questo punto, indagati i connotati dei requisiti indefettibili al ricorrere dei quali sono ammissibili rimborsi anticipati degli investitori, nonché la natura di siffatte condizioni, può quindi tentarsi di definire in che termini siano qualificabili le eventuali domande di rimborso, ovvero se, integrate le precondizioni sopra descritte, sussista in capo agli investitori un diritto propriamente detto di ottenere il rimborso.

4.2.2. Il (diritto al) rimborso anticipato dei partecipanti all'ELTIF

Ancor prima di interrogarsi sulla natura giuridica del rimborso anticipato dall'ELTIF, è da considerare come il regolatore abbia – quasi del tutto – omesso di specificare *claris verbis* il soggetto da cui debba promanare l'iniziativa di rimborso anticipato.

Invero, non v'è dubbio alcuno che il destinatario finale del rimborso sia l'investitore quale unico soggetto legittimato a ottenere lo stesso[628], ma non è altrettanto detto che questo – ovvero il rimborso – dipenda necessariamente da un'iniziativa spontanea dello stesso, potendosi ammettere altresì la *redemption* degli investitori su impulso del gestore, come peraltro si è avuto modo di rilevare sopra[629]. Che, tuttavia, il legislatore, con riferimento all'ipotesi in discorso, abbia inteso riferirsi – seppure in modo non esplicito[630] – alla circostanza in cui i rimborsi anticipati siano richiesti dagli investitori *motu proprio* si può desumere, per un verso, dal tenore generale delle precondizioni *ex* art. 18, parag. 2, Regolamento, poste come presupposto per l'ammissibilità di rimborsi anticipati[631], per altro verso, dalla specificazione inserita nel medesimo art. 18, parag. 2, lett. c), laddove si fa riferimento ai periodi di tempo durante i quali «gli investitori possono presentare domande di rimborso», con ciò potendosi intendere che, in generale, la fattispecie in

---

[627] Che poi, in concreto, ciò avvenga può forse essere un'ipotesi residuale, posto che le precondizioni suddette sono *ex se* stringenti rispetto alla richiesta di rimborsi anticipati da parte degli investitori.

[628] Cfr. GENTILI, *op. cit*., 187 ss.

[629] V. *supra* cap. II, parag. 4.

[630] L'omessa specificazione è altresì colmata dal tenore del Considerando n. 36, Regolamento.

[631] La previsione del rimborso anticipato è dettata «in deroga» rispetto alla regola generale che configura il diritto degli investitori di chiedere la *redemption* solo dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo, con ciò potendosi intendere che, nell'ipotesi *ex* art. 18, parag. 2, Regolamento, muta il *quando* della richiesta – in ciò sta quindi la deroga – ma non già il soggetto che avanza richiesta. A ciò si aggiunga che il rispetto delle condizioni per ammettere il rimborso anticipato tiene in considerazione elementi che hanno ragion d'essere solo laddove la richiesta provenga dall'investitore e non già nel caso in cui sia il gestore a rimborsare *sua sponte* gli investitori.

analisi sia da ricondursi unicamente al caso di rimborsi su iniziativa del partecipante al fondo.

A questo punto, l'indeterminatezza delle modalità di proposizione della domanda di rimborso anticipato da parte degli investitori interessati a fruire della possibilità in discorso comporta che sarà rimesso al singolo regolamento del fondo dettare, in concreto, il *quomodo* mediante cui potrà avanzarsi la richiesta[632]; richiesta la cui proposizione si pone in termini di potenzialità, essendo rimessa alla libera scelta del singolo investitore il quale si avvarrà, eventualmente, di siffatto potere ove ciò risponda alle sue personali e specifiche esigenze[633].

Ma, ciò che si deve indagare in questa sede è se alla scelta di richiedere il rimborso anticipato corrisponda uno specifico diritto.

Non v'è dubbio che, in assenza delle precondizioni sopra descritte, la richiesta di rimborso non potrà essere accolta e ciò in ragione della vincolatività delle regole suddette, dettate con l'obiettivo di mantenere inalterati i tratti fisiognomici[634] del fondo *de quo* e le finalità di rilancio dell'economia europea che un simile prodotto– almeno negli intenti del legislatore europeo – deve perseguire[635].

Diversa è, invece, l'ipotesi in cui i requisiti suddetti siano correttamente integrati. In simili circostanze, una volta avanzata la richiesta da parte dell'investitore, in conformità alle modalità e ai tempi indicati nel regolamento del fondo, sorge in capo al primo – a parere di chi scrive – un vero e proprio diritto a chiedere il rimborso anticipato e, di riflesso, un

[632] In ciò si ravvisa un ulteriore e rilavante spazio lasciato alla discrezionalità degli atti istitutivi del fondo; v. *supra* parag. 3.

[633] Quello in discorso è da intendersi quindi come un potere attribuito al partecipante del fondo; potere che non è esercitabile *ad libitum*, ma nei periodi di tempo stabiliti dal regolamento del fondo e sempre che siano integrate le condizioni tassative prescritte dall'art. 18, parag. 2, Regolamento. Sulla configurazione del potere dell'investitore, v. FERRI, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm*., 1992, 72 ss. Con riguardo alla differenza tra OICR aperti e chiusi, relativamente alla modulazione del potere in discorso, v. *infra* parag. 4.2.3.

[634] In questa sede non si sta considerando – per scelta di chi scrive – l'idoneità delle condizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, a permettere che i tratti fisiognomici del fondo rimangano inalterati pur a fronte di richieste di rimborso anticipato. Seppure *supra* si è *in limine* svolta qualche considerazione in merito, si rinvia al prosieguo (v. *infra* parag. 4.2.3.) una più puntuale riflessione sulle specifiche scelte compiute dal regolatore comunitario nel conformare i presupposti indefettibili ai fini dell'ammissibilità di rimborsi anticipati dall'ELTIF.

[635] Come si è avuto modo di rilevare sopra (v. *supra* parag. 4.2.1.), le precondizioni sono finalizzate proprio a scongiurare il rischio che sotto il *label* ELTIF si istituiscano fondi che, in concreto, poi non rispettino i tratti conformanti e inderogabili dettati dalla disciplina regolamentare o che, poi, finiscano per non essere idonei a perseguire l'obiettivo di incanalare «l'economia europea su u percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva».

obbligo da parte del gestore – o del medesimo ELTIF se autogestito – a corrisponderlo[636], sempre nel rispetto del principio di proporzionalità cui sopra si è fatto riferimento[637].

La posizione di quest'ultimo, infatti, rispetto alla richiesta di rimborso anticipato avanzata dal partecipante, risulta essere vincolata, nel senso che il rifiuto o, in generale, il mancato soddisfacimento della domanda di *early redemption* proposta dall'investitore dovrebbe dirsi legittimo solo ove difettino le condizioni[638] dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, e quelle eventualmente contemplate dagli atti istitutivi dell'ELTIF medesimo, essendo, altrimenti, il GEFIA tenuto a procedere con il rimborso.

A fortiori, il sorgere di un diritto propriamente detto sembra essere confermato altresì da quanto prescritto dall'art. 18, parag. 4, Regolamento, il quale riconnette, come detto[639], al mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso – purché presentata conformemente alla politica di rimborso adottata dall'ELTIF in questione – il potere degli investitori di richiedere la liquidazione dell'ELTIF, con ciò introducendo una specifica "contromisura" che gli investitori possono adottare a tutela di un loro diritto rimasto disatteso. Diversamente opinando[640], risulterebbe non coerente – almeno secondo chi scrive – la scelta di attribuire agli investitori "insoddisfatti" il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF, se non ammettendo che gli stessi siano titolari di un diritto il cui contenuto è costituito dalla legittima pretesa di agire per il rimborso della quota investita. L'attribuzione di un simile potere all'investitore funge quindi da ulteriore argomentazione a supporto della qualificazione dell'*early redemption* in termini di diritto attribuito *uti singuli*[641], poiché riconosciuto all'investitore in quanto tale, a prescindere dall'ammontare dell'investimento operato e dalla categoria professionale o *retail* cui è ascrivibile il richiedente, come, parimenti, l'obbligo di rimborso gravante sul gestore sorgerà nei

[636] Con riferimento al calcolo del valore della quota di un FIA chiuso, la disciplina domestica è dettata dalla normativa secondaria (v. BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, V.1.20).

[637] Tale affermazione trova un limite intrinseco nella previsione dettata dall'art. 18, parag. 2, lett. e) Regolamento, laddove si stabilisce che i rimborsi sono concessi su base proporzionale nel caso in cui l'importo totale delle domande di rimborso ecceda il limite quantitativo fissato dalla condizione *sub* lett. d). V. *supra* parag. 4.2.1.

[638] Invero, sarebbe sufficiente a far venir meno il diritto a ottenere il rimborso anticipato la circostanza che difetti anche solo una delle condizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, dal momento che la disposizione in discorso specifica che devono essere «rispettate tutte le condizioni».

[639] Sul punto, v. *supra* parag. 4 e 4.2.

[640] Nel senso che solo ammettendo che gli stessi siano titolari di un diritto a ottenere il rimborso della quota investita, potrebbe giustificarsi un simile potere degli investitori.

[641] L'inquadramento del diritto come prerogativa singolare dell'investitore diviene problematica se letta in uno con quanto prescritto dall'art. 18, parag. 4, Regolamento, poiché l'insoddisfazione del singolo comporterebbe conseguenze dirompenti sull'investimento operato dalla moltitudine. Sul punto, v. *infra* parag. 4.2.5.

confronti di ogni singolo investitore che – nel rispetto delle condizioni suddette – eserciti tale diritto.

4.2.3. Gli effetti del riconoscimento del diritto al rimborso anticipato degli investitori sulla tassonomia degli ELTIF

L'affermazione della sussistenza di un potere dell'investitore di chiedere il rimborso anticipato e del conseguente diritto a ottenerlo[642] – laddove sussistano le condizioni *ex* art. 18, parag., 2, Regolamento – induce l'interprete a interrogarsi sugli effetti che siffatta attribuzione determina sulla tassonomia del prodotto in analisi.

Si è detto[643] infatti come il carattere *closed* del fondo *de quo* altro non sia che la "naturale" conseguenza dei tratti fisiognomici dello stesso i quali producono un effetto conformativo sul prodotto in analisi tale per cui la qualificazione di ELTIF come FIA chiuso – seppure non dettata esplicitamente dal legislatore – risulta essere di immediata comprensione[644].

Tuttavia, nella configurazione dell'ELTIF in termini di fondo chiuso deve tenersi in considerazione quanto sopra esposto circa il riconoscimento di un – seppure eventuale – diritto dell'investitore di chiedere e ottenere, *sub certa condicione*, il rimborso anticipato e ciò, al precipuo fine di considerare se siffatta attribuzione deroghi o meno rispetto al condiviso significato che si attribuisce al connotato *closed* nella disciplina della gestione collettiva del risparmio[645].

Invero, il tema della distinzione tra organismi di investimento chiusi e aperti, inizialmente affrontato a livello domestico[646], ha assunto una portata sovranazionale – con tutte le conseguenze del caso, sotto il difficile profilo definitorio – a seguito dell'emanazione

---

[642] Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di esporre *infra* (v. *sub* parag. 5) circa i presupposti necessari affinché al diritto di chiedere il rimborso corrisponda parimenti un diritto a ottenere lo stesso.

[643] V. *supra* cap. II, parag. 1 e 3.

[644] V. *supra* cap. II, parag. 3.

[645] In altri termini, se l'ELTIF che ammetta l'*early redemption* degli investitori sia del tutto sussumibile nell'invalso inquadramento tipologico o se, piuttosto, profili dei *nova* di cui tener conto.

[646] Come detto, dalla disciplina atomistica dettata in ambito nazionale con riguardo alle differenti tipologie di fondi di investimento – aperti, chiusi e immobiliari, rispettivamente regolate, dalle Legge sui fondi mobiliari e dalla l. 344/1983 e 86/1994 (v., *funditus*, *supra* parte I, cap. I, parag. 2) – si è ceduto il passo a un approccio unitario con l'emanazione del t.u.f. (IEZZI, *sub* art. 39, cit., 275, parla di despecializzazione) il quale si è limitato a dettare un'unica definizione di fondo comune di investimento, demandando alla regolamentazione secondaria l'individuazione dei tratti caratterizzanti l'una o l'altra fattispecie. Con il Decreto 24 maggio 1999, n. 228, è stato emanato il "*Regolamento attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento*", il quale è stato oggetto di differenti modifiche e aggiornamenti, sino, in ultimo, a essere sostituto dal d.m. 5 marzo 2015, n. 30, emanato a seguito delle modifiche apportate al t.u.f. necessitate dal recepimento, in ambito domestico della dir. AIFM. Sul punto, si rinvia a quanto sopra esposto con riferimento all'evoluzione normativa della disciplina (v. *supra* parte I, cap. I).

della dir. AIFM, la quale ha avuto l'arduo onere di avviare il processo di armonizzazione della materia dei fondi di investimento alternativi.

Tuttavia, come detto[647], la scelta di adottare un approccio regolatorio differente rispetto a quello utilizzato con riferimento agli o.i.c.v.m. – in considerazione della scelta di disciplinare in modo unitario il profilo gestorio e non già quello del prodotto – ha esentato il legislatore dal dover fornire rigide definizioni in merito a specifici connotati conformanti i FIA *open-end* e quelli *closed*[648], pur non mancando, nella direttiva in questione, disposizioni normative che differenziano le prescrizioni a seconda che si riferiscano all'uno o all'altro tipo di prodotto o, *rectius*, ai GEFIA che svolgano la loro attività gestoria in favore di fondi alternativi aperti o chiusi[649].

L'"indifferenza" – sotto il solo profilo definitorio – rispetto alla distinzione in discorso si è rivelata solo apparente, dal momento che, a poca distanza dall'emanazione della dir. AIFM, è stato varato – a integrazione della stessa – un regolamento delegato[650] finalizzato a specificare il *discrimen* definitorio e non solo tra FIA aperti e FIA chiusi[651].

La scelta operata dalla Commissione è stata quella di dettare una definizione dei fondi di tipo aperto, delineando solo in negativo i tratti caratterizzanti i FIA chiusi[652]. Essendo

---

[647] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1.

[648] Basti osservare le definizioni fornite dalla dir. AIFM all'art. 4 nel quale il legislatore si limita a definire il FIA e cosa si intenda per FIA UE senza fornire ulteriori chiarimenti in merito a categorizzazione dei fondi alternativi i quali sono solo indirettamente oggetto di disciplina. Ciò lo si desume dallo stesso Considerando n. 6, dir. AIFM, laddove si prevede che «l'ambito di applicazione della presente direttiva dovrebbe essere limitato ai soggetti che esercitano abitualmente l'attività di gestione di FIA — indipendentemente dal fatto che il fondo sia di tipo aperto o chiuso, prescindendo dalla forma giuridica dello stesso o dal fatto che il fondo sia o meno quotato — e che raccolgono capitale da una pluralità di investitori allo scopo di investirlo a vantaggio di tali investitori in base a una determinata politica d'investimento». Come rileva ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit*.,* 13, ciò non significa che la forma dell'OICR sia irrilevante sotto il profilo della disciplina applicabile – come anche la natura chiusa o aperta dello stesso – ma piuttosto tali profili non incidono sull'identificazione della fattispecie.

[649] Distinzione che viene in rilievo con riguardo all'applicazione delle norme sulla gestione della liquidità e sulle procedure di valutazione, disciplinate, rispettivamente, dagli artt. 23 ss. e 19 dir. AIFM.

[650] Ci si riferisce a regolamento delegato (UE) n. 694/2014 della Commissione del 17 dicembre 2013 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che stabiliscono le tipologie di gestori di fondi di investimento alternativi.

[651] Distinzione che, tuttavia, coerentemente all'approccio utilizzato dalla dir. AIFM, non è volta a distinguere sotto il profilo tipologico le diverse categorie di FIA, ma è sempre dettato con riguardo ai gestori. Cfr. ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, cit., 115.

[652] Non è da considerarsi quale definizione della categoria dei FIA chiusi quanto previsto dall'art. 1, parag. 5, regolamento delegato (UE) n. 694/2014, laddove prevede che «ai fini dell'articolo 61, paragrafi 3 e 4, della direttiva 2011/61/UE, è considerato GEFIA di FIA di tipo chiuso anche il GEFIA che gestisce un FIA le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, se lo chiede un qualunque azionista o detentore di quote, prima dell'avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente dalle attività del FIA, trascorso un periodo iniziale di almeno cinque anni durante il quale non è prevista la possibilità di esercitare il diritto di rimborso». Come rilevato da ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, cit., 120, si tratta di una specificazione che non attiene ai FIA chiusi in generale, ma è valevole ai soli fini dell'applicazione del regime transitorio *ex* art. 61, parag. 3 e 4, dir. AIFM.

questi ultimi individuati per sottrazione rispetto a quelli aperti[653], ciò che in concreto rileva è la definizione dei fondi *open-end*, qualificati, per l'appunto, come quei prodotti le cui quote o azioni sono riacquistate o rimborsate, a richiesta dei partecipanti, prima dell'avvio della fase di liquidazione o dello scioglimento, direttamente o indirettamente tramite le attività del FIA «secondo le procedure e la frequenza stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto o nella documentazione promozionale»[654].

Pur mantenendo un approccio generico, il legislatore comunitario adotta, *in nuce*, una definizione di FIA aperto che si connota per il suo carattere bidimensionale, ovvero la periodicità – rimessa alla libera scelta del gestore – del rimborso e il diritto degli investitori di chiedere e ottenere lo stesso a prescindere dalla messa in liquidazione del fondo. Se questi sono i tratti caratterizzanti i FIA *open-end*, l'assenza di questi due elementi consente di ricondurre un fondo di investimento alternativo alla categoria *closed* laddove, in ragione della politica di investimento e della politica di rimborso adottata, questo non sia idoneo ad assumere i due tratti conformanti sopra esposti.

---

[653] Ai sensi dell'art. 1, parag. 3, regolamento delegato (UE) n. 694/2014, è «GEFIA di FIA di tipo chiuso il GEFIA che gestisce un FIA che non è del tipo descritto nel paragrafo 2».

[654] La definizione *de qua* – almeno sotto il profilo della frequenza del rimborso – è stata foriera di un dibattito che ha coinvolto, da un lato, la Commissione europea – propensa a mantenere in termini generici il dato della periodicità del rimborso – e, dall'altro, l'ESMA, la quale nel suo *Draft regulatory technical standards on types of AIFMs*, 2 aprile 2013 (ESMA/2013/43) propendeva per introdurre specifiche indicazioni temporali minime per i rimborsi che i FIA – per fregiarsi della qualità di fondi aperti – avrebbero dovuto garantire. Sul punto, la Commissione ha preso posizione (DG Interla Market and Services, 4 luglio 2013, MARKT/G.4:TL/fv/ Ares/(2013)2677503) rilevando come «*while we concur that the feature that distinguishes an open-ended AIF from a closed ended one is the possibility for investors to redeem their units or shares, we have serious doubts whether the frequency of redemptions is a criterion that can be employed to distinguish the two categories. Our doubts are based on the wording of Articles 19(3) and 16(1) AIFMD. Article 19(3) provides that an open-ended AIF shall carry out valuations of its assets and the calculation of its net asset value (NAV) 'at a frequency which is both appropriate to the assets held by the AIF and its issuance and redemption frequency'. On the other hand, if the AIF is of the closed-end type, such valuations and calculations shall be carried out in case of an increase or decrease of the capital by the relevant AIF. The assumption underlying Article 19(3) therefore is that an open-ended AIF is a type of AIF that issues and redeems shares and units. On the other hand, a closed-end AIF is a type of AIF that does not. Its valuation and calculation frequency is therefore linked solely to increases or decreases of capital. Article 16(1) AIFMD requires that all AIFMs shall, for each AIF that they manage which is not an un- leveraged closed-ended AIF, employ an appropriate liquidity management system and adopt procedures which enable them to monitor the liquidity risk of the AIF and to ensure that the liquidity profile of the investment of the AIF complies with its underlying obligations. The structure of Article 16/1) suggests that all open-ended AIF need to manage their liquidity while this requirement only applies to those closed-ended AIF that are leveraged. Again, the main distinction between open and closed-ended AIF rests on the fact that open-ended AIF are confronted with 'underlying obligations' beyond those resulting from leverage, i.e., to redeem investors. In our view, it results from the above that open-ended AIF are types of AIF that issue or redeem shares or units with their investors. The above legal provisions do not allow excluding AIF that redeem, but less frequently than on a yearly basis, from the type of open-ended AIF*». Pur con evidente disappunto, l'ESMA ha poi aderito alla posizione assunta dalla Commissione allo scopo di non impedire l'effettiva implementazione della dir. AIFM (v. ESMA, Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA, 13 agosto 2013).

La formulazione di principio dettata in ambito europeo ha lasciato spazio d'intervento ai regolatori nazionali ammessi a stabilire criteri, parametri e coordinate volte a declinare e specificare la regola generale introdotta in ambito europeo[655] e ciò è risultato, peraltro, coerente con l'obiettivo perseguito dal regolatore europeo, ovvero quello di armonizzare la disciplina della gestione collettiva del risparmio e non già – se non *in limine* – quella dei prodotti.

Così, del resto, è avvenuto altresì in ambito domestico, laddove il legislatore ha demandato alla regolamentazione secondaria la fissazione dei requisiti caratterizzanti i fondi aperti e quelli chiusi, pur sempre nel rispetto del perimetro di disciplina dettato dalla normativa europea[656]. Su tale solco, il d.m. 5 marzo 2015, n. 30[657], ha stabilito per i FIA italiani una periodicità almeno annuale del diritto di rimborso, specificando altresì modalità e tempi in cui il rimborso deve essere eseguito, stabilendo invece per i FIA italiani chiusi i casi in cui sia ammissibile un rimborso anticipato degli investitori, ovvero su iniziativa del gestore o su richiesta dei singoli partecipanti, per un ammontare non superiore alle somme acquisite attraverso nuove emissioni[658].

Le regole contenitive dettate dal suddetto decreto non possono – secondo chi scrive – costituire il paramento normativo di riferimento per gli ELTIF[659], in quanto questi ultimi

---

[655] Come rilevato da CIAN, *I fondi di investimento alternativi: i modelli regolatori, il mercato, l'impresa partecipata,* in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 142 ss., il legislatore italiano ha occupato spazi non disciplinati dal diritto comunitario, tipizzando in parte i contenuti dei FIA.

[656] È l'art. 39 t.u.f. a demandare al Ministero dell'economia e delle finanze il compito di adottare – in accordo con la Banca d'Italia e la Consob – un regolamento cui debbono conformarsi gli OICR italiani, con riguardo all'oggetto dell'investimento, alla categoria di investitori cui sono destinate le quote o le azioni dello stesso, la durata, nonché la forma chiusa o aperta degli stessi e la frequenza di emissione e rimborso delle partecipazioni. Anche a seguito delle modifiche adottate per l'adeguamento dell'ordinamento agli obblighi scaturenti dall'emanazione della dir. AIFM, è stato mantenuto un approccio regolamentare multilivello, nel senso che alla disciplina primaria si aggiunge, poi, quella dettata dai decreti ministeriali, nonché un'ulteriore di carattere più tecnico-operativo emanata dalla Banca d'Italia; il tutto poi da ricondurre sotto "l'ombrello" armonizzante della dir. AIFM cui si affianca, in materia di OICR, altresì la disciplina cd. UCTIS. Per uno sguardo generale sulle fonti, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4 e 4.1.; nonché, per un ulteriore approfondimento sul tema, v. MOLONEY, *Eu Securities*, cit., 192 ss.; IEZZI, *sub* art. 39, cit., 275 ss.; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit.*,*9 ss.; CIAN, *I fondi di investimento alternativi,* cit*.,* 135 ss.; BARATTELLI, *op. cit*., 15 ss.

[657] Al decreto ministeriale suddetto si aggiunge un'ulteriore fonte di disciplina, ovvero il Regolamento della Banca d'Italia (BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*) che, in modo capillare, detta regole conformative dei prodotti, distinguendo tra FIA aperti e chiusi, nonché tra FIA riservati a investitori professionali e non riservati. Si tratta, invero, di distinzioni non rintracciabili nella disciplina comunitaria, la quale solo indirettamente differenzia le fattispecie in ragione delle prescrizioni normative applicabili nell'attività di gestione dei prodotti. Cfr. CIAN, *I fondi di investimento alternativi*, cit., 143.

[658] In alternativa, nel caso in cui i FIA non siano ammessi alla quotazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, il rimborso anticipato è ammesso nei limiti dell'ammontare non superiore ai prestiti contratti dal fondo, purché non eccedenti il 10% del valore del FIA.

[659] Così vale anche, secondo CIAN, *I fondi di investimento alternativi*, cit., 144, per gli EuSEF ed EuVECA, trattandosi, anche in questo caso, di fondi direttamente disciplinati a livello sovranazionale.

sono qualificabili come prodotti di matrice europea direttamente regolati a livello comunitario per il tramite di uno strumento normativo cogente e di necessaria e diretta applicabilità – quale il regolamento[660] – che non lascia spazio, su materie di diretta regolamentazione comunitaria, ad applicazioni estensive di discipline nazionali che comprometterebbero il percorso di armonizzazione massima che si è inteso perseguire con il Regolamento in analisi[661]. Con ciò si intende che le prescrizioni dettate dal suddetto decreto – al pari di qualsivoglia altra disciplina nazionale – non possono costituire il "filtro" normativo da utilizzare nella valutazione della sussumibilità degli ELTIF che ammettono l'*early redemption* nella *species* dei FIA chiusi.

Il parametro di riferimento rimane quindi la più generale disciplina europea dettata dal regolamento delegato (UE) n. 694/2014 che, come detto, individua i FIA chiusi solo in negativo.

La *quaestio* che ne discende appare quindi di non poco momento.

Se, infatti, gli elementi che connotano i FIA aperti sono individuati, a livello europeo, sulla base di due elementi – frequenza del rimborso che l'investitore può chiedere e riconoscimento del diritto in capo allo stesso di chiederlo – e, al contempo, i FIA chiusi sono definiti per sottrazione, come quelli diversi dai primi, il dubbio che sorge è se un ELTIF che ammetta il rimborso anticipato degli investitori – nei termini di cui sopra si è dato conto – possa essere sussunto *de plano* nella categoria dei FIA chiusi.

Non v'è dubbio, infatti, che un ELTIF che non ammetta rimborsi anticipati sia qualificabile come fondo chiuso, essendo ontologicamente esclusa la possibilità dell'investitore di esercitare un diritto di *exit* anticipato dall'investimento operato, se non

---

[660] Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 6, nonché parte II, cap. I, parag.1.

[661] L'intera regolamentazione degli ELTIF è volta a garantire la fissazione di regole di prodotto – definite dalla Commissione – come «robuste ma flessili». Una tale esigenza scaturisce dall'eterogeneità con cui simili prodotti sono disciplinati dai diversi stati dell'Unione. Come rilevato da COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, 26 giugno 2013, COM (2013) 462 final*, 10, «regolamentare il profilo di prodotto dell'ELTIF solo a livello nazionale comporta il rischio che prodotti di investimento diversi siano tutti venduti come fondi di investimento a lungo termine pur avendo caratteristiche differenti. Ciò creerebbe confusione per gli investitori e ostacolerebbe la realizzazione di pari condizioni a livello dell'Unione per i gestori che offrono ELTIF agli investitori professionali e/o al dettaglio. Poiché il settore della gestione delle attività ha per sua natura carattere transfrontaliero, l'attuale frammentazione del mercato degli ELTIF ha portato questo settore ad operare al di sotto del livello rispondente a criteri di efficienza. Il quadro armonizzato e sostenibile proposto per gli ELTIF fungerà da fonte di finanziamento a lungo termine per l'economia europea. Il nuovo quadro garantirà il finanziamento di vari progetti e settori e fornirà fonti stabili di rendimento per gli investitori a lungo termine. Pertanto, è necessario un mercato paneuropeo per gli ELTIF e la misura legislativa proposta è coerente con il principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5, paragrafo 3, del TUE e con il protocollo n.2 sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità». Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1.

mediante cessione, ove possibile, delle quote o delle azioni del fondo dallo stesso detenute nel mercato secondario.

Più complessa appare, invece, la questione se si considera l'ipotesi di un ELTIF che contempli nei propri atti istitutivi l'*early redemption* da parte degli investitori ai sensi dell'art. 18, parag. 2, Regolamento. Ciò in quanto, per un verso, come già rilevato[662], la disciplina comunitaria individua quale requisito qualificante la categoria dei FIA aperti la frequenza del rimborso e, al contempo, per gli ELTIF il Regolamento prevede la fissazione – a discrezione degli atti istitutivi del fondo – di periodi di tempo nei quali gli investitori sono ammessi a richiedere rimborsi anticipati, e, per altro verso, in ragione del riconoscimento, da parte del regolamento delegato, per i FIA cd. aperti, del diritto propriamente detto degli investitori di chiedere la *redemption*, diritto che – sulla scorta di quanto sopra argomentato[663] – è in una qualche misura riconoscibile anche per i partecipanti all'ELTIF.

Orbene, il parallelismo sopra operato non vuole di certo essere il presupposto logico-espositivo per attribuire agli ELTIF la qualifica di fondi aperti, in quanto ciò sarebbe evidentemente contrario agli intenti perseguiti dal legislatore europeo, oltre che contraddittorio rispetto all'analisi tipologica sinora svolta con riguardo alla fattispecie *de qua*.

Del resto, la previsione di rimborsi anticipati figura nel Regolamento come deroga alla regola generale secondo cui la richiesta di rimborso da parte degli investitori è ammessa solo dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo[664]. Ne discende che se l'*early redemption* è configurata in termini di eccezione non può avere l'effetto di alterare l'inquadramento tassonomico dell'ELTIF come fondo chiuso. A ciò si aggiunga che la previsione delle condizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, ai fini dell'ammissibilità del rimborso anticipato, comporta che il sorgere del diritto alla *redemption* non è automatico. In altri termini, nei periodi di tempo stabiliti dagli atti istitutivi del fondo – siano essi plurimi nel corso della durata dello stesso o *una tantum* – il diritto a chiedere il rimborso anticipato sorge allorché siano integrate tutte le condizioni imposte dall'art. 18, parag. 2, Regolamento[665].

---

[662] V. *supra* con riferimento al criterio discretivo utilizzato dal legislatore comunitario nella classificazione dei FIA nella categoria *open-end* o in quella *closed*.

[663] Sul punto, v. *supra* parag. 4.2.2.

[664] V. art. 18, parag. 1, Regolamento.

[665] Sul punto, si rinvia a quanto sopra esposto con riferimento alla configurazione giuridica della richiesta di *early redemption*; v. *supra* parag. 4.2.2.

In ciò si ravvisa quindi una prima e significativa differenza rispetto alla nozione di FIA aperto dettata dal regolamento delegato (UE) n. 694/2014, cui si aggiunge un'ulteriore motivazione che attiene all'altro requisito qualificante i fondi *open-end*, ovvero la frequenza del rimborso. Essa, infatti, presuppone che vi siano dei momenti cadenzati secondo una data periodicità in cui gli investitori possono esercitare il diritto di rimborso loro riconosciuto; frequenza che quindi non è da intendersi come possibilità di chiedere *ad libitum* la *redemption*, ma piuttosto come necessità di individuare negli atti istitutivi del fondo periodi di tempo in cui ciò sia possibile.

La scelta operata dal legislatore europeo di rimettere al regolamento dell'ELTIF l'indicazione del *quando* sia eventualmente proponibile la domanda di rimborso comporta che ciascun prodotto potrà modulare l'*early redemption*, sotto il profilo temporale, in modo discrezionale, ma senza che ciò comporti necessariamente una periodicità dei rimborsi che, in concreto, mal si confà ai connotati fisiognomici del prodotto in analisi[666]. Giacché la percentuale disponibile per soddisfare i rimborsi è assai esigua rispetto al restante capitale del fondo, sarebbe alquanto illogico ammettere frequenti e ravvicinati periodi in cui sia possibile per i partecipanti del fondo agire per il rimborso, in quanto ciò si porrebbe in contrasto con il carattere illiquido e *long-term* del fondo.

Invero, non v'è dubbio, secondo chi scrive, che l'ELTIF – anche costituito in una forma che ammetta l'*early redemption* da parte degli investitori – sia ascrivibile alla categoria dei FIA chiusi, ma pare possa dirsi altrettanto vero che la riconducibilità dello stesso a siffatta classe dipenda dalla circostanza che quest'ultima rappresenti il genere residuale rispetto alla categoria *open-end*[667]. Ora, se vi fosse spazio per un *tertium genus*, potrebbe evidenziarsi una sorta di categoria intermedia costituita da prodotti caratterizzati da una sorta di ibridazione tra i connotati dei FIA chiusi e di quelli aperti, cui potrebbe ricondursi il prodotto in questione che, per le caratteristiche sopra indicate[668], pare combinare tratti

[666] Sembra maggiormente sostenibile l'ipotesi che, seppure siano previsti plurimi periodi per la presentazione di richieste di rimborso anticipato da parte degli investitori, queste non assumano, a ogni modo, il carattere della periodicità. E ciò lo si può desumere dalla stessa portata del Considerando nn. 35 e 36, laddove, per un verso, si esclude – in considerazione del carattere illiquido degli investimenti operati dall'ELTIF – la possibilità di offrire rimborsi periodici, per altro verso, si propongono, in deroga alla regola generale che prescrive un *holding period* per l'investitore pari all'intero periodo di durata del fondo, ipotesi di rimborsi anticipati al solo scopo di incentivare gli investitori a impiegare i loro capitali nell'ELTIF.

[667] V. art. 1, parag. 3, regolamento delegato (UE) n. 694/2014, secondo cui «è GEFIA di FIA di tipo chiuso il GEFIA che gestisce un FIA che non è del tipo descritto nel paragrafo 2».

[668] Ciò varrebbe, in ogni caso, per la sola ipotesi in cui l'ELTIF ammetta richieste di rimborso anticipato e non già per il diverso caso il cui tale possibilità sia esclusa e la *redemption* degli investitori sia connessa alla scadenza della durata del prodotto.

che, per un verso, sono riconducibili a una categoria e, per altro verso, all'altra categoria[669].

Tuttavia, il dato normativo lascia, allo stato, poco spazio per teorizzazioni di forme ibride[670] di FIA, ma è pur vero che le precipue caratteristiche dell'ELTIF[671] – ove, peraltro, sottoposte a possibili aggiustamenti sotto taluni profili[672] – potrebbero dar modo al legislatore europeo di disciplinare fattispecie miste che mirino a coniugare – anche per il tramite di politiche di investimento che tengano conto della duplice "anima" del prodotto – i benefici dell'una e dell'altra tipologia, con tangibili vantaggi anche sotto il profilo della crescita economica europea.

4.2.4. La liquidazione «anticipata» dell'ELTIF

A questo punto, definita la portata giuridica della possibilità attribuita agli investitori di chiedere anticipatamente il rimborso e fugato (o, per lo meno, nell'auspicio di aver fugato) ogni eventuale dubbio circa gli effetti che il riconoscimento del diritto al rimborso anticipato comporta sull'inquadramento tassonomico dell'ELTIF, può quindi volgersi l'attenzione all'ipotesi in cui, esercitato siffatto diritto, il richiedente non ottenga soddisfacimento alcuno, sì che possano dirsi integrate le condizioni di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento e si possa quindi agire per la liquidazione dell'ELTIF.

Come detto[673], infatti, l'attribuzione all'investitore insoddisfatto del potere in discorso – ovvero quello di chiedere la liquidazione dell'ELTIF – corrobora, in aggiunta alle altre considerazioni sopra esposte, la qualificazione della richiesta di *early redemption*, eventualmente ammessa dagli atti istitutivi del prodotto, in termini di diritto.

---

[669] Nel caso degli ELTIF, l'ibridazione starebbe nel riconoscere un diritto di rimborso anticipato al verificarsi di specifiche condizioni, escludendo quindi il profilo della frequenza che connota i FIA aperti. Il sorgere del diritto in discorso non scaturirebbe, quindi, dal raggiungimento di un dato momento, individuato negli atti istitutivi del fondo, ma al verificarsi di specifiche condizioni stabilite *ex ante*.

[670] Riflette sulla configurabilità di forme di ibridazione degli OICR, ANNUNZIATA, *Il "tempo" nella disciplina degli OICR*, cit., 121.

[671] Pur profilandosi – almeno secondo chi scrive – potenziali spazi di intervento nel senso sopra descritto, non si ritiene, allo stato, di poter configurare *de plano* l'ELTIF come un prodotto ibrido, stante la riconducibilità dello stesso alla più generale categoria dei FIA. Come si è avuto modo di rilevare (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 5), i tratti fisiognomici del fondo in analisi non sono tali da configurare una tipologia di prodotto a sé stante, ma piuttosto consentono di qualificare lo stesso come un "sottoinsieme" del più grande insieme dei FIA. Da ciò consegue che, nell'indagare gli effetti che la disciplina dettata dal Regolamento produce sulla tassonomia del prodotto, è d'uopo considerazione la disciplina comunitaria vigente con riferimento ai FIA che trova, di conseguenza, applicazione con riguardo agli ELTIF.

[672] Sul punto, si rinvia a quanto si avrà modo di rilevare *infra* nell'ambito delle considerazioni conclusive alla presente trattazione.

[673] Sul punto, v. *supra* parag. 4.2.2. e 4.2.3.

Tuttavia, il potere di chiedere la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento – da ricondursi, come detto, sia al caso di non soddisfacimento del rimborso *post* conclusione del ciclo di vita dell'ELTIF, sia alla circostanza in cui l'investitore abbia chiesto l'*early redemption* – si pone in quest'ultimo caso – a parere di chi scrive – in termini più complessi, stante, fra l'altro, l'effetto di determinare una liquidazione del fondo temporalmente anticipata rispetto alla sua fisiologia[674] con effetti ben diversi rispetto a quelli che scaturirebbero dall'esercizio del medesimo potere in caso di mancato rimborso degli investitori dopo la scadenza della durata del fondo[675].

Del resto, infatti, l'ipotesi della *early redemption* – e, conseguentemente l'evenienza del mancato soddisfacimento della stessa – non coinvolge la pluralità degli investitori, ma tendenzialmente la sola posizione di coloro che hanno manifestato la volontà di esercitare il diritto di *exit* anticipato dall'ELTIF. In ciò risiede, quindi, una prima evidente differenza rispetto all'ipotesi di mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso *post* conclusione del ciclo di vita del fondo. Nello specifico, mentre, in quest'ultimo caso, il tema del rimborso si pone nei riguardi della generalità degli investitori – in ragione del conseguimento della scadenza del termine di durata del fondo medesimo[676] – nella diversa ipotesi dell'*early redemption*, la questione del mancato soddisfacimento riguarda solo quei soggetti che abbiano effettivamente avanzato domanda di rimborso anticipato. Invero, ciò su cui si intende porre l'attenzione è che, se pur identiche siano le ragioni che inducono i partecipanti ad avvalersi del potere di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento – cioè il mancato rimborso da parte dell'ELTIF – diverso è il *quando* e, altrettanto diverse, sono le condizioni in cui versa il fondo: in un caso, si tratta di un prodotto che ha *naturaliter* concluso il suo ciclo di vita, mentre, nell'altro, si è innanzi a un OICR che ha *in itinere* la propria attività caratteristica che, tuttavia, verrebbe a essere "travolta" dalla richiesta di liquidazione avanzata dagli investitori non soddisfatti nell'arco di un anno dalla proposizione della domanda di *early redemption.*

Ora, nel caso in discorso, il tratto caratteristico della liquidazione anticipata che si genererebbe dall'esercizio del potere *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, non risiede solo

[674] Tanto nel caso della liquidazione *ex* art. 21 Regolamento, quanto nel caso della liquidazione richiesta dagli investitori la cui domanda di rimborso non sia stata soddisfatta a fronte della conclusione del ciclo di vita dell'ELTIF, la liquidazione è temporalmente collocata nel momento finale dell'operatività del fondo, in un caso, poco prima della scadenza mentre, nell'altro, dopo tale termine.

[675] Questione per la quale si rimanda alle osservazioni svolte *supra sub* parag. 4.1.

[676] A prescindere da chi abbia effettuato la domanda di rimborso, raggiunta la scadenza della durata dell'investimento, indicata nel regolamento dell'ELTIF, sorge in capo a tutti i partecipanti il diritto di chiedere il rimborso della quota investita.

nelle condizioni dalle quali essa scaturisce – ovvero, il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso[677] – ma, piuttosto, negli effetti che il non adempimento dell'*early redemption* nel termine di un anno comporta per il prosieguo dell'operatività dell'ELTIF cui si aggiunge un ulteriore tema di indagine che attiene alle modalità – procedurali e non solo – mediante cui deve svolgersi tale tipo di liquidazione[678].

Il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF se, da un lato, rappresenta il risvolto del riconoscimento di un diritto in capo all'investitore che, ove non soddisfatto, deve poter fruire di un rimedio adeguato che possa far fronte alla pretesa dello stesso rimasta disattesa, dall'altro, se considerato sotto l'angolo visuale degli investitori che non hanno richiesto il rimborso anticipato – in quanto disposti a "sopportare" l'*holding period* con orizzonte temporale di lungo periodo – rischia di divenire non coerente rispetto alle necessità sottese alla creazione di un prodotto come l'ELTIF[679].

Se, per un verso, infatti, la previsione del diritto di rimborso anticipato consente, infatti, di recidere il binomio rimborso-durata del fondo[680] – proprio degli organismi di investimento chiusi – per altro verso, così come configurata dal Regolamento, sembra imporre all'ELTIF una necessaria liquidazione[681] laddove esso non soddisfi il diritto fatto valere dagli investitori e non già mediante la dismissione di quegli *assets* che possano consentire il soddisfacimento degli stessi e il prosieguo della "vita" del fondo, bensì attraverso una liquidazione "definitiva" del veicolo.

Pare, dunque, rilevabile nella previsione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento una causa legale di liquidazione del fondo[682], che si aggiunge rispetto a quella – fisiologica – del

---

[677] Elemento che, invece, contraddistingue l'ipotesi di liquidazione azionata nel caso di mancato rimborso *post* conclusione del ciclo di vita dell'ELTIF, come rilevato *supra sub* parag. 4.1.

[678] Con riferimento agli aspetti procedurali, v. *infra* parag. 4.2.5.

[679] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 1. Ci si riferisce alla volontà di consentire – anche per il tramite dell'introduzione della fattispecie in discorso – un rilancio dell'economia europea (v. Considerando nn. 1 e 2, Regolamento); in altri termini, l'attribuzione all'investitore di un potere di agire per la liquidazione del prodotto – a prescindere dalla circostanza che, in concreto, poi questa sia disposta o meno – significa subordinare l'interesse comune sotteso all'investimento nell'ELTIF all'esigenza individuale dell'investitore o degli investitori non soddisfatti nel rimborso. Se poi una simile evenienza la si osserva da una prospettiva ancor più generale, pare possa dirsi che l'eventuale liquidazione anticipata – scaturente dalla richiesta degli investitori insoddisfatti – potrebbe determinare un rischio sistemico che trascende la sola posizione degli investitori, potendo coinvolgere altresì i comparti nei quali l'ELTIF ha impiegato il suo capitale, posto che la prospettiva *long-term* che caratterizza il prodotto e gli investimenti dallo stesso operati finirebbe per essere "tradita" in ragione di esigenze individuali di taluni investitori.

[680] Cfr. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc*., 2016, 1111.

[681] Ciò a prescindere dalle cause sottese al mancato soddisfacimento del diritto di rimborso esercitato dall'investitore. Sul punto, v. *infra* parag. 5.

[682] In ambito nazionale la definizione della cause di liquidazione è rimessa al regolamento del fondo – nel caso di OICR contrattuali – come previsto da BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021,*

raggiungimento della scadenza della durata del fondo prevista dal regolamento dello stesso, e che, al contempo, attribuisce agli investitori il potere di monetizzare coattivamente il proprio investimento promuovendo la liquidazione dell'ELTIF allorquando questo non abbia soddisfatto il diritto alla *redemption* fatto valere, seppure in via anticipata, dai medesimi investitori.

Ciò va inteso non già nel senso che gli investitori avrebbero diritto a richiedere la liquidazione del veicolo a fronte del mancato rimborso dell'ammontare investito, ma nel senso che tale legittimazione sorgerebbe allorché la richiesta di rimborso non sia stata adempiuta nella misura spettante all'investitore tenuto conto del *quantum* destinato al soddisfacimento della cd. *early redemption*, coerentemente con quanto prescritto dall'art. 18, parag. 3, lett. e), Regolamento[683]. Con ciò si intende che, ancor prima di pervenire a una situazione di incapacità di adempiere alla richiesta di rimborso, il Regolamento contempla una modalità fisiologica di soddisfacimento anche non integrale dei partecipanti all'ELTIF[684], fondata sui noti principi di proporzionalità e di parità di trattamento. In simili circostanze, seppure a fronte di un rimborso parziale dei partecipanti al fondo rispetto al *quantum* investito, non sarebbe integrato il presupposto che giustifica il ricorso al potere *ex* art. 18, parag, 4, Regolamento, il quale dovrebbe quindi presupporre una totale insoddisfazione dell'investitore o un inadempimento della pretesa fatta valere[685].

Ma, oltre al presupposto dell'insoddisfazione, l'esercizio del potere di chiedere la liquidazione del prodotto dipende altresì dall'aver presentato la domanda di rimborso

---

V.1.19.; mentre con riferimento all'eventuale costituzione di veicolo di investimento sotto forma statutaria troverà applicazione quanto previsto dall'art. 35 *octies* t.u.f., il quale richiama – seppure non *in toto* e con la previsione di talune deroghe giustificate dalla specificità dell'attività svolta – la disciplina della liquidazione e dello scioglimento dettata in materia di S.p.A. Sul punto, v. IOCCA, *sub* art. 35-*octies*, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 247; ID, *Le società di investimento*, cit., 991 ss.; SFAMENI, PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018, 218 ss.

[683] Come si è avuto modo di rilevare sopra (v. *supra* parag. 4.2.1), l'ammissibilità di rimborsi anticipati è subordinata alla previsione, fra le altre, di una politica di rimborsi che conceda la *redemption* «su base proporzionale» allorché l'importo totale delle domande presentate superi l'ammontare destinato al soddisfacimento di siffatta pretesa da parte degli investitori. Al contempo, deve assicurarsi che al rimborso anticipato degli investitori sia destinato solo una porzione delle attività in cui è impiegato il capitale del prodotto e, specificatamente, una percentuale delle attività di cui all'art. 9, parag. 1, lett. b), Regolamento, come prescritto tra le precondizioni indicate dall'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento.

[684] Si tratta di un limite che vale solo nel caso di richiesta di rimborso anticipato e non già ove il rimborso sia chiesto alla conclusione del ciclo di vita del fondo.

[685] Ciò nel senso che legittimerebbe la richiesta di liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, un rimborso non regolare, ovvero non in linea – sotto il profilo quantitativo – con ciò che spetterebbe all'investitore tenuto conto delle richieste di rimborso anticipato ricevute e della percentuale di attività liquide che, conformemente alle prescrizioni regolamentari del prodotto, può destinarsi alle domande di *early redemption* degli investitori.

anticipato conformemente alla politica di rimborso adottata, con ciò intendendosi la conformità della domanda *de qua*, sotto il profilo sia del *quando* sia del *quomodo*, rispetto alle previsioni dettate dal regolamento dell'ELTIF in questione. Si tratta, invero, di una precisazione che pare tautologica, posto che – come si è già avuto modo di rilevare[686] – il sorgere di un diritto propriamente detto a chiedere e ottenere il rimborso in via anticipata è conformato dal Regolamento come diritto *sub condicione*. In altri termini, solo ove siano integrate le condizioni dettate dall'art. 18, parag. 2, Regolamento, potrà configurarsi un diritto, lato investitore, di chiedere l'*early redemption* e, conseguentemente, la liquidazione del fondo, ove la richiesta di rimborso non sia stata soddisfatta entro un anno dalla proposizione della stessa.

Per converso, sarebbe stato opportuno definire in modo più dettagliato il profilo della legittimazione concernente la richiesta di liquidazione anticipata.

Invero, la previsione in discorso si riferisce agli investitori le cui domande di rimborso non siano state soddisfatte, con la conseguenza che parrebbe attribuirsi – stando alla lettera della disposizione *de qua* – il potere di chiedere la liquidazione del fondo a tutti coloro che versano nella condizione suddetta[687]. Del resto, l'utilizzo del sostantivo plurale – «gli investitori» – se, per un verso, pare sottendere l'intenzione del regolatore di ricondurre il potere di agire per la liquidazione al mancato soddisfacimento di plurimi soggetti[688], per altro verso, non specificando maggioranze o *quorum* necessari, affinché la richiesta di liquidazione possa essere promossa, finisce per configurare – seppure solo in via teorica – circostanze in cui l'iniziativa in discorso sia rimessa al singolo investitore.

Ora, potrebbe sostenersi che l'attribuzione a ciascun investitore di un diritto a chiedere il rimborso anticipato renda coerente – almeno in via di principio – il riconoscimento di un conseguente potere di agire per la liquidazione dell'ELTIF nell'ipotesi in cui il diritto in questione non sia soddisfatto nell'arco temporale previsto[689]; tuttavia, una simile

---

[686] V. *supra* parag. 4.2.2.

[687] Il presupposto necessario, come detto, risiede, con riguardo al caso in discorso, nell'aver presentato una domanda di rimborso anticipato conformemente alla politica di rimborso adottata dall'ELTIF in questione e nel non aver ottenuto il soddisfacimento nel termine di un anno dalla presentazione della domanda *de qua*.

[688] Come, peraltro, sarebbe logico intendere, considerata la portata del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, ontologicamente atto a convogliare esigenze di investimento – e, specularmente, di disinvestimento – plurime sotto il profilo soggettivo, ancor più se si considera la portata intracomunitaria del prodotto in discorso.

[689] Cfr. MORLEY, *op. cit.,* 1250, il quale, con riferimento all'*exit right,* rileva, in generale, come «*the effect of withdrawal and liquidation rights can be expressed in several different ways using the various conceptual languages that appear in the economic literature on the theory of the firm. Using the language of Albert Hirschmann, we can say that in investment funds, "exit" substitutes for "voice". Using the*

interpretazione significherebbe subordinare la prosecuzione dell'operatività dell'ELTIF all'iniziativa di un singolo – pur titolare di un diritto non soddisfatto – frustrando le esigenze di investimento di lungo periodo in ragione di "egoistiche" necessità di disinvestimento, in danno di coloro che, al contrario, non si sono avvalsi della possibilità di chiedere la *redemption* prima della scadenza della durata del fondo medesimo[690].

In tale quadro non può non considerarsi come la disposizione *de qua* conferisca agli investitori insoddisfatti un potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF[691], senza nulla dire circa l'organo chiamato a disporre o a deliberare in concreto la dismissione del veicolo, con la conseguenza che l'individuazione del relativo "organo" dipenderà quindi dalla forma giuridica adottata dall'OICR[692] e, dunque, in assenza di una specifica

---

language of Oliver Williamson, we can say that fund investors do not demand control, because they do not make "specific investments". Specific investments are those that make it costly for investors to move their money or resources to other investments. Investors who make specific investments demand control, because they would otherwise be vulnerable to hold-up and exploitation. Investments in a fund are less "specific" than investments in ordinary companies, because in a fund, investors can move their money with relative ease by redeeming or refusing to reinvest after liquidation. Investors in ordinary companies make highly specific investments, because their money is locked in and cannot be removed unless directors decide to pay dividends».

[690] Siffatti timori erano stati posti dalla Commissione europea a fondamento della scelta di escludere, con riferimento agli ELTIF, la possibilità di rimborsi anticipati in favore degli investitori. Sul punto, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine*, 26 giugno 2013, 6, nella cui relazione illustrativa, la Commissione rileva come «la necessità di mantenere attività liquide per soddisfare le richieste di rimborso sottrarrebbe inoltre fondi all'obiettivo primario degli ELTIF — investire in attività a lungo termine. Inoltre, le opzioni di rimborso anticipato (ovvero prima della fine del ciclo di vita degli investimenti del fondo) comporterebbero la necessità di liquidare attività per soddisfare le richieste in tal senso. Vi è il pericolo che tali attività debbano essere vendute a prezzi di "svendita", ovvero ben al di sotto del prezzo ritenuto equo dal gestore nell'ambito di una vendita non forzata. La vendita potrebbe anche ridurre il flusso di proventi per gli altri investitori che rimangono nell'ELTIF».

[691] Quanto detto con riferimento all'ELTIF vale anche nel caso in cui il prodotto assuma una struttura multi-comparto, in quanto, ai sensi dell'art. 8 Regolamento, ciascun comparto di investimento è considerato alla stregua di un ELTIF separato. Ne consegue che, nel caso vi siano diversi comparti, la richiesta di liquidazione non riguarderà l'intero prodotto ma il comporto cui è riconducibile la partecipazione dell'investitore richiedente il rimborso.

[692] Nella disciplina domestica l'eventuale costituzione di un ELTIF sotto forma contrattuale imporrà quindi l'applicazione della disciplina sulla liquidazione dei fondi comuni di investimento, rintracciabile in BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021,* V.1.19.). Nello specifico, la disciplina di matrice secondaria rimette al regolamento del fondo l'individuazione degli organi del gestore deputati a deliberare la liquidazione del fondo, nonché l'obbligo gravante sul gestore medesimo di dare comunicazione alla Banca d'Italia della decisione di procedere con la liquidazione, stante, per l'appunto, la necessità di mantenere un carattere pubblicistico anche nella fase di dismissione del veicolo *de quo*. La normativa nazionale sottrae, infatti, la decisione in merito alla liquidazione alla deliberazione dei partecipanti al fondo, rimettendola, per converso, al soggetto preposto alla gestione dell'organismo di investimento del risparmio e ciò lo si desume, oltre che dal regolamento della Banca d'Italia succitato, anche dal tenore dell'art. 37, comma 3, t.u.f., il quale attribuisce all'assemblea dei partecipanti ai fondi d'investimento chiusi l'esclusiva competenza a deliberare sulla sostituzione del gestore, quale strumento di tutela dell'investimento rispetto al quale è maggiormente difficoltoso ottenerne la liquidabilità (sul punto, v., *inter alia*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 207 ss.; BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e regolamento dell'impresa*, Milano, 2013, 495; COPPOLA, *op. cit*., 270). Ne discenderebbe quindi che, pur conferendo il Regolamento in

disciplina comunitaria, dalla legislazione dettata dall'ordinamento di appartenenza dell'ELTIF.

Stante la genericità della disposizione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento e, al contempo, la portata del potere che il medesimo Regolamento attribuisce all'investitore insoddisfatto, su un piano *de iure condito*, può dirsi ammissibile[693] la previsione in via negoziale, negli atti istitutivi del fondo, di specifiche maggioranze affinché il mancato soddisfacimento dell'*early redemption* risulti "sanzionabile" con la liquidazione dell'ELTIF, onde evitare un "uso oligarchico" del potere *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, in danno alla collettività[694].

È pur vero che, se l'aspirazione del regolatore europeo sta nel prevedere norme uniformi che definiscano «un profilo di prodotto coerente e stabile in tutta l'Unione»[695], potrebbe dirsi opportuno un intervento novellatore sul testo normativo[696] volto a individuare in modo univoco una soglia – almeno minima – necessaria per poter avanzare la richiesta di liquidazione del fondo *de quo*[697]. Diversamente, in assenza di una specifica regolamentazione dettata dagli atti istitutivi dell'ELTIF e difettando una previsione

---

questione ai partecipanti il potere *ex* art. 18, parag. 4, di chiedere la liquidazione anticipata dell'ELTIF, la deliberazione in discorso, in applicazione della disciplina nazionale, dovrebbe comunque essere rimessa alla decisione del gestore. Diversamente, la costituzione dell'OICR in questione in forma statutaria, ovvero nella forma di una SICAF, comporterebbe l'applicazione della disciplina primaria *ex* art. 35-*octies* t.u.f., relativa allo scioglimento e alla liquidazione volontaria di simili prodotti i quali, in ragione della "veste" societaria assunta, risultano destinatari dell'applicazione estensiva delle relative disposizioni codicistiche dettate con riguardo alle s.p.a.; cfr. PICARDI, *sub* art. 48, in *Testo unico della finanza*, (a cura di) Campobasso, Torino, 2002, 423.

[693] *Recte*, sarebbe auspicabile.

[694] Peraltro, pur non soffermandosi il Regolamento sulla questione della configurazione giuridica dell'ELTIF – sia esso dotato o meno di personalità giuridica – non può non considerarsi come il riconoscimento di un diritto individuale in capo agli investitori a chiedere la liquidazione del fondo, in considerazione del mancato adempimento della domanda di rimborso anticipato, comporti la configurazione di una qualche relazione seppure indiretta tra i diversi investitori.

[695] V. Considerando n. 6, Regolamento.

[696] Si rileva infatti che la Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica finalizzata a definire la portata necessaria degli interventi di riforma del Regolamento e ciò anche in considerazione del ruolo rilevante che gli ELTIF possono assurgere nel rilancio dell'economia europea a seguito della crisi generatasi dalla pandemia da COVID-19 (v. COMMISSIONE EUROPEA, Consultation document. Public consultation on the review of the european long- term investment funds (ELTIF) regulatory framework, ottobre 2020). Con riferimento a tale consultazione, v. ESMA, *Review of the Regulation*, cit.; ASSOGESTIONI, *Pubblic consultation on the review of the European long-term investment funds (ELTIF) regulatory framework*, gennaio 2021. Sul punto, v. anche quanto rilevato nell'introduzione alla presente trattazione.

[697] Ciò che si intende è che, pur mantenendo la configurazione soggettivistica che si è data del diritto di chiedere il rimborso anticipato, si potrebbe ancorare la richiesta di rimborso al raggiungimento di un determinato *quorum* di investitori, tutelando la posizione del singolo non soddisfatto nell'*early redemption* per il tramite della possibilità di agire in via risarcitoria a fronte dell'inadempimento della richiesta avanzata. Il rimedio risarcitorio individuale, in luogo della richiesta di liquidazione, consentirebbe di non frustrare le esigenze sottese all'investimento nell'ELTIF – sia dei restanti investitori, sia dell'economia europea – e, dunque, la prospettiva *long-term* che lo caratterizza, se non allorquando tale richiesta sottenda uno stato di insoddisfazione – per lo meno – di plurimi investitori.

esplicita nel Regolamento in discorso, potrebbero essere costituiti ELTIF che, ammettendo la facoltà di rimborso anticipato da parte degli investitori, finiscano per esporsi a richieste individuali di liquidazione del fondo da parte di questi ultimi[698], con il rischio – anche solo in potenza – di compromettere la prospettiva *long-term* e i vantaggi generali che da essa possano scaturire[699].

Ma, allorquando il Regolamento apre a ipotesi di rimborso anticipato – diversamente dall'allora prima proposta avanzata dalla Commissione – e riformula il tenore della disposizione *ex* art. 18, parag. 4, conferendo agli investitori il potere di chiedere la liquidazione del fondo[700], non modifica parimenti le altre disposizioni del Regolamento riferite alla liquidazione, mantenendo un approccio normativo che pare contemplare la sola ipotesi "tradizionale" di liquidazione delle attività dell'ELTIF disposta in ragione della conclusione del ciclo di vita dello stesso.

Ne discende, quindi, la necessità di interrogarsi sulle modalità di svolgimento della procedura di liquidazione anticipata che, purtuttavia, mantiene un connotato volontario, seppure riconducibile alla sola esigenza di chi non sia stato soddisfatto nella richiesta di rimborso anticipato.

4.2.5. L'incerta modalità di svolgimento della liquidazione «anticipata» dell'ELTIF

[698] Ove l'ELTIF fosse costituito in forma statutaria, le deliberazioni in discorso sarebbero rimesse all'assemblea dei soci-investitori, seguendo – in ambito domestico – la disciplina dettata con riferimento alla SICAF (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1.). Con riguardo alle SICAF, cfr. ARDIZZONE, *op. cit.*, 1094 ss.; IOCCA, *Le società di investimento*, cit., 961 ss.; CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività*, cit., 449 ss.; RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi,* cit., 380 ss.; LENER, *La nuova disciplina della gestione collettiva,* cit., 160; SANTORO, *Le nuove Sicaf e la disciplina delle* investment company, in *Amministrazione e finanza*, 2016, 49 ss.; PASSADOR, *Appunti sulle SICAF*, in *Dir. banc. merc. fin*., 2016, 633 ss.; ID, *La mano "visibile" del legislatore europeo: il risparmio gestito dalla AIFMD al TUF,* in *Contr. impr. Eur.*, 2016, 131 ss.; SPOLAORE, *op. cit.,* 1185; CARRIÈRE, *Il difficile coordinamento della disciplina societaria primaria della SICAF con la disciplina societaria della società per azioni di diritto comune e della SICAV: proposta per una ricomposizione ermeneutica del quadro normativo della gestione collettiva del risparmio ad opera della normativa secondaria demandata a Banca d'Itali*a. *Risposta Consultazione pubblica: «iii) "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità)»*, in www.bancaditalia.it, agosto 2014.

[699] Una simile circostanza determinerebbe un'inevitabile disomogeneità di disciplina che si porrebbe del tutto in controtendenza rispetto all'esigenza di uniformità manifestata dal legislatore. Sul punto, v. Considerando nn. 5 e 6 Regolamento.

[700] Si ribadisce che la lettera della disposizione non detta *claris verbis* in quali circostanze il potere di chiedere la liquidazione possa essere esercitato da parte dell'investitore insoddisfatto nella richiesta di rimborso – ovvero, se nel caso di *redemption post* conclusione del ciclo di vita del fondo, o se anche nel caso di *early redemption* – tuttavia, come sopra si è avuto modo di argomentare (v. *supra* parag. 4), sembra coerente con l'impianto normativo e con le modifiche apportate all'allora proposta di Regolamento sostenere che quanto prescritto dall'art. 18, parag. 4, valga tanto nell'una quanto nell'altra ipotesi di rimborso.

Nel tentativo di comprendere il *quomodo* di svolgimento della cd. liquidazione anticipata dell'ELTIF – causata dagli investitori rimasti insoddisfatti nella richiesta di rimborso anticipato – l'interprete deve anzitutto verificare se siano rintracciabili nel corpo del Regolamento disposizioni che, pur non riferibili esplicitamente a siffatta ipotesi di liquidazione, possano purtuttavia trovare applicazione nella fattispecie in esame.

Il riferimento è, come è perspicuo, all'art. 21 Regolamento che, per l'appunto, disciplina le modalità di liquidazione delle attività dell'ELTIF.

Come si è avuto modo di rilevare sopra, la disciplina ivi contemplata è causalmente legata a uno specifico momento della vita del fondo, ovvero la scadenza della durata dello stesso[701]. In altri termini, il legislatore europeo non si limita a definire il *modus operandi* della liquidazione in generale, ma imprime un evidente nesso funzionale tra la disciplina *ex* art. 21 Regolamento e l'esigenza di rimborso degli investitori *post* conclusione del ciclo di vita del fondo stesso. E ciò pare desumersi non solo dal riferimento letterale contenuto nella norma in discorso[702], ma altresì dalla circostanza che il programma di liquidazione debba essere comunicato all'autorità nazionale competente «al più tardi un anno prima della data della fine del ciclo di vita dell'ELTIF»[703], termine che potrebbe indurre il gestore a adottare siffatto programma solo nella fase finale della vita del fondo, dovendosi valutare elementi – come il mercato dei potenziali acquirenti o i possibili prezzi di vendita – ontologicamente variabili nel tempo.

Se, per un verso, quindi, il programma di liquidazione delle attività potrebbe non essere stato predisposto al momento della richiesta di liquidazione anticipata avanzata dagli investitori, v'è tuttavia da considerare che il regolamento dell'ELTIF deve contemplare una procedura di liquidazione – per così dire – ordinaria, la quale dovrebbe trovare applicazione non solo con riferimento all'ipotesi in cui la stessa consegua alla fisiologica scadenza della durata dell'ELTIF[704], ma altresì nella diversa circostanza in cui questa sia sollecitata dagli investitori che esercitano il potere *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, seppure con taluni necessari aggiustamenti che gli atti istitutivi del fondo dovrebbero

[701] Con riferimento alla disciplina della liquidazione delle attività dell'ELTIF, ai sensi dell'art. 21 Regolamento, v. *funditus supra* parag. 2.

[702] Si intende il riferimento alla fine del ciclo di vita del fondo.

[703] Peraltro, come si è avuto modo di rilevare *supra* parag. 2, potrebbe essere opportuno non anticipare le valutazioni da indicare nel programma, al fine di evitare il rischio che esse appaiano inveritiere rispetto alle condizioni di mercato che si registrano al momento della messa in atto della liquidazione.

[704] V. art. 18, parag. 1, il quale prevede che nel regolamento del fondo sono stabilite le procedure di rimborso delle quote e di liquidazione delle attività dell'ELTIF. La disposizione, invero, fa riferimento alla possibilità di rimborso solo successivamente alla data di conclusione del ciclo di vita del fondo, tuttavia, se la previsione dell'*early redemption* costituisce un'eccezione rispetto alla disciplina generale anche la procedura liquidatoria dovrà conformarsi all'esigenza di rimborso fatta valere in via anticipata.

considerare, in ragione del fatto che la dismissione delle attività in cui è investito il patrimonio dell'ELTIF non dipenderebbe dal raggiungimento della *maturity* degli investimenti stessi, ma da una specifica esigenza degli investitori.

Ora, l'individuazione delle modalità operative della liquidazione dell'ELTIF, in assenza di una specifica disciplina di matrice comunitaria, nonché in ragione della scelta regolamentare di agnosticismo rispetto alla forma giuridica dell'ELTIF[705], determina un'espansione della normativa nazionale rispetto a quegli aspetti che non sono oggetto di specifica disciplina da parte del Regolamento in analisi.

Rilevante sarà, anzitutto, nell'individuazione delle modalità da seguire, allorché la liquidazione dell'ELTIF sia promossa su iniziativa degli investitori insoddisfatti, la conformazione giuridica data al prodotto in questione, ovvero se esso segua il modello contrattuale o statutario. Pur trattandosi di una liquidazione volontaria, essa dovrebbe, a ogni buon conto, mantenere inalterato, in considerazione degli interessi in gioco, un connotato pubblicistico[706], sì da rendere necessario un coinvolgimento delle autorità nazionali competenti preposte all'esercizio della funzione di vigilanza[707] alle quali dovrà essere comunicato, anche nell'ipotesi di liquidazione anticipata, un programma di dismissione delle attività dell'ELTIF, al pari di quanto prescritto dall'art. 21 Regolamento.

---

[705] Come espressamente rilevato dal legislatore europeo nel Considerando n. 13 Regolamento che si pone in linea con quanto prescritto dall'art. 2 dir. AIFM, secondo cui è irrilevante che «il FIA sia costituito in forza del diritto contrattuale, in forma di negozio fiduciario, per legge o che abbia altra forma giuridica», disposizione che trova applicazione anche rispetto alla fattispecie in analisi (cfr. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 13). Per converso, non può dirsi irrilevante la qualificazione del prodotto come chiuso o aperto – come, invece, previsto dall'art. 2, parag. 2, lett. a), dir. AIFM – posto che, come detto, i connotati fisiognomici dell'ELTIF hanno un effetto conformante sul prodotto, imponendo inderogabilmente allo stesso un connotato *closed*, seppure con i necessari contemperamenti ammessi sotto il profilo della *redemption* (v. *supra* cap. II, parag. 3).

[706] Secondo chi scrive, il coinvolgimento delle autorità nazionali sarebbe un presidio imprescindibile, stante la rilevanza dell'operazione di liquidazione. E ciò, quindi, varrebbe anche in assenza di una specifica previsione normativa dettata dal Regolamento che conferisca alle competenti *authority* uno specifico ruolo di controllo nell'ambito dell'operazione in questione.

[707] La vigilanza ad ampio spettro conferita alle autorità nazionali competenti, ai sensi dell'art. 32 Regolamento, evidenzia la centralità che le stesse devono assumere rispetto allo svolgimento del procedimento di liquidazione dell'ELTIF, come pare desumersi dalla disposizione che conferisce all'autorità competente dell'ELTIF di vigilare sul rispetto, tra gli altri, delle disposizioni dettate dal capo III del Regolamento. La pregnanza delle autorità di vigilanza nell'ambito della fase di liquidazione del veicolo di investimento – sia esso costituito in forma contrattuale o statutaria – è confermata anche in ambito nazionale, sia dall'art. 35-*octies* t.u.f. (sul punto, v. IOCCA, *Le società di investimento*, cit., 991 ss.), sia dalla fonte di regolamentazione secondaria emanata dalla Banca d'Italia (BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Provvedimento del 19 gennaio 2015, come modificato dal Provvedimento del 16 febbraio 2021*, V.1.19.). Peraltro, la liquidazione anticipata dell'ELTIF – generatasi a seguito dell'esercizio del potere *ex* art. 18, parag. Regolamento – avrebbe l'effetto di determinare una modificazione del contenuto del regolamento o degli atti istitutivi dell'ELTIF sotto il profilo della durata in conseguenza della richiesta di liquidazione avanzata dagli investitori insoddisfatti, con ciò rendendo necessario per lo meno una comunicazione alle autorità nazionali competenti.

Rimane che la diversità di presupposti sottesi al mancato soddisfacimento della richiesta di *early redemption* piuttosto che a quella formulata *post* conclusione del ciclo di vita dell'ELTIF, ma soprattutto le differenti problematicità applicative che si generano nelle due diverse ipotesi di liquidazione su istanza degli investitori non soddisfatti nella richiesta di rimborso, avrebbero dovuto indurre il regolatore europeo a differenziare le conseguenze connesse a tali evenienze.

Invero, oltre a una revisione – in senso ampliativo – delle condizioni per dar luogo alla cd. *early redemption*[708], sarebbe auspicabile una più dettagliata definizione del potere di chiedere la liquidazione in via anticipata, allorché la richiesta di rimborso anticipato non venga soddisfatta, con l'intento di mantenere un approccio unitario del prodotto a livello comunitario.

Fermo ciò, rimane che quanto sinora osservato e indagato non tiene conto delle condizioni dalle quali possa discendere il mancato soddisfacimento della richiesta degli investitori o, meglio, si è implicitamente ritenuto che la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4,

[708] L'obiettivo sarebbe quello di contemperare l'esigenza – di carattere generale – di investimenti di lungo periodo con quella – di rilievo individuale – di disinvestimento del singolo partecipante. Nello specifico, tale finalità potrebbe essere perseguita per il tramite di modifiche al Regolamento che permettano un maggiore impiego dei capitali raccolti in attività più agilmente liquidabili – come quelle UCTIS *compliance* – sì da favorire il rimborso anticipato degli investitori (sul punto, v. *supra* parag. 4.2.1), nonché ammettendo la possibilità di fruire dell'intero *buffer* di liquidità e non solo di una parte di esso, allorché le procedure di gestione della liquidità abbiano dato esito positivo, senza che ciò necessariamente determini un'alterazione del connotato *long-term* che caratterizza l'ELTIF. Invero, l'impressione è che il legislatore europeo abbia conferito alla dimensione temporale di lungo periodo una genetica accezione positiva tale da sottintendere che essa rappresenti una sorta di "antidoto" rispetto al necessario effetto negativo che si genera dal ricorso all'investimento *short-term* (sul punto, v. ROE, SHAPIRA, *op. cit*., 3, secondo cui «*connotation and vocabulary matter. Initial connotations condition our thinking before we examine evidence. With "short-termism," the initial connotations – of instability, unreliability, uncertainty, and a refusal to follow through – make it seem worse than it is. By contrast, long-termism's connotations – of reliability, steadfastness, and stable planning – make it seem more desirable. The words themselves evoke a mental image of stock traders frenetically buying and selling, in contrast to construction workers in hard hats building a durable factory. Why do we say that the initial connotations make short-termism seem worse that it is? A deeper analysis than most people's initial impression would point out the converse: long-term corporate decisionmakers can be stubborn and self-interested, while short- term decisionmakers can be flexible and innovative. Yet the public and political sensibilities often hinge on the immediate connotations*»). In ciò risiederebbe anche la *ratio* della scelta di limitare l'impiego del capitale dell'ELTIF in attività agilmente liquidabili, onde scongiurare il rischio che queste possano snaturare l'essenza stessa del prodotto in questione. Il tema del rapporto *short-term vs long-term* non è di certo nuovo, né attiene solo al profilo degli investimenti e dei connotati propri dell'ELTIF (come rilevato da DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Riv. Odc.*, 2019, 615 ss., seppure con riferimento a un contesto diverso da quello in discorso, il perseguimento di obiettivi di lungo periodo rappresenta «un diffuso ritornello»). Sfugge dall'economia del presente lavoro, un'analisi delle esternalità positive e negative che possano ricondursi alle due diverse propensioni legate alla dimensione temporale (sul punto, si rinvia a BARZUZA, TALLEY, *Long-Term Bias,* in *Columbia Business Law Rev*, 2020, 107 ss.; STELLA RICHTER JR, *Long-terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.). Tuttavia, pare possa rilevarsi come tanto il breve quanto il lungo periodo rappresentino due prospettive non necessariamente alternative, con la conseguenza che, pur avendo le istituzioni europee individuato nel *long-term* una "chiave di volta" per il rilancio dell'economia europea, esse non possono prescindere dal mantenimento dello *short-term*, giacché esso finisce poi per garantire – come si è inteso sopra – il successo stesso dell'obiettivo di lungo termine.

Regolamento, rappresenti *naturaliter* – tenuto conto della lettera della norma – il rimedio esperibile da parte dei partecipanti allorché sia integrata la circostanza – oggettiva – del mancato rimborso. Nell'intento quindi di fornire un quadro della disciplina che tenga conto altresì di un eventuale *agere* patologico dell'ELTIF, pare dunque opportuno valutare se il potere riconosciuto agli investitori possa dirsi in ogni caso idoneo al conseguimento del diritto fatto valere dagli stessi, considerando altresì le circostanze dalle quali possa ingenerarsi il mancato soddisfacimento degli investitori.

5. Le (indefinite) cause del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso

Quanto sinora esposto circa la richiesta di liquidazione promossa dagli investitori ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento[709], si fonda sul presupposto che l'*iter* liquidatorio seguirà un andamento ordinario – o volontario che dir si voglia – finalizzato al soddisfacimento dei partecipanti che hanno chiesto la *redemption*. Ciò tanto nel caso in cui la liquidazione in discorso dipenda da una richiesta di rimborso rimasta disattesa dopo la conclusione del ciclo di vita dell'OICR, quanto nell'ipotesi in cui essa (ovvero, la liquidazione) scaturisca dal mancato soddisfacimento della cd. *early redemption*.

La differenza tracciata tra le due diverse declinazioni della liquidazione[710] sta, come detto[711], nel *quando* e, di conseguenza, negli effetti che essa genera sull'attività del fondo e sulla posizione degli altri investitori, posto che, in un caso, l'ELTIF ha già raggiunto il termine di scadenza indicato nei suoi atti istitutivi, mentre, nell'altro caso, il ciclo di vita del prodotto non è stato concluso, sì che verrà a determinarsi una liquidazione anticipata del prodotto stesso.

Rimane che, con riguardo a nessuna delle due ipotesi, sono state indagate le cause sottese al mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso degli investitori e conseguentemente nessuna valutazione è stata compiuta con riferimento all'idoneità del potere attribuito agli investitori non rimborsati rispetto all'esigenza di monetizzare il valore della partecipazione che gli stessi hanno assunto nell'ELTIF.

[709] V. *supra* parag. 4.1 e 4.2.4.

[710] *In nuce*, si tratta di una medesima ipotesi – che discende dall'applicazione di quanto prescritto dall'art. 18, parag. 4, Regolamento – declinata in due diverse "forme" a seconda che il rimborso sia chiesto anticipatamente o e meno, poiché tale circostanza produce effetti diversi sull'ELTIF.

[711] Si rinvia, sul punto, a quanto esposto *supra sub* parag. 4.2.4.

Invero, nel trattare delle problematicità che possano derivare dall'applicazione della assai esigua disciplina *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento, si è già rilevato come il caso della liquidazione cd. anticipata abbia un che di "non fisiologico"[712], in quanto l'esercizio dell'*early redemption* da parte degli investitori – proprio perché conformato come eccezione rispetto alla regola generale che vuole il rimborso degli investitori solo dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo – non dovrebbe avere l'effetto di incidere, anche solo in potenza, sull'investimento di lungo termine che connota l'ELTIF. Eppure, il tenore della disposizione e la configurazione che si è data della possibilità per i partecipanti di chiedere il rimborso anticipato paiono esporre il prodotto a simili rischi, anche in considerazione di una lettera della disposizione che per la sua genericità dà l'abbrivio a potenziali operatività distoniche – secondo chi scrive – rispetto agli intenti sottesi alla disciplina *de qua*.

Al contempo, rispetto alla diversa ipotesi della richiesta di rimborso non soddisfatta *post* conclusione del ciclo di vita dell'ELTIF, la problematicità dell'applicazione del potere di chiedere la liquidazione[713], ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, sta piuttosto nell'indeterminatezza del regime giuridico in cui verserebbe il prodotto nelle more tra la scadenza del termine di durata dello stesso e l'avvio della liquidazione su istanza degli investitori[714].

V'è, tuttavia, che entrambe le ipotesi – pur prospettando un *agere* non fisiologico dell'organismo, ciascuna con profili di complessità applicativa di diversa portata[715] – non definiscono le condizioni al verificarsi delle quali si determina il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso, anticipato o meno che sia.

---

[712] In altri termini, se la previsione di rimborsi anticipati è stata aggiunta nel tessuto regolamentare allo scopo di rendere maggiormente attrattivo il prodotto in questione, sì da convogliare maggiori investimenti specie da parte della *retail class*, l'attribuzione agli investitori del potere *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento – allorquando non siano soddisfatti nella richiesta di rimborso anticipato – rischia di minare l'efficacia della modificazione apposta all'originaria proposta.

[713] Anche con riferimento a siffatta ipotesi si denota un che di non fisiologico, posto che la liquidazione conseguirebbe a una richiesta degli investitori non soddisfatti nella domanda di rimborso, come rilevato *supra* parag. 4.1.

[714] Richiesta di liquidazione che, come detto, può essere avanzata decorso un anno dalla domanda di rimborso che, nel caso in questione, sarebbe proponibile, ai sensi dell'art. 18, parag. 1, Regolamento, dopo la conclusione del ciclo di vita del fondo.

[715] Come si è avuto modo di rilevare (v. *supra* parag. 4.2.4. e 4.2.5), i profili di problematicità della liquidazione richiesta dagli investitori non soddisfatti nella domanda di rimborso sono più rilevanti con riferimento alla circostanza in cui la liquidazione *de qua* consegua al mancato soddisfacimento dell'*early redemption* posto che, in simile circostanza, si finirebbe per generare una liquidazione anticipata dell'ETLIF del tutto antitetica rispetto alla prospettiva *long-term* che conforma il *label* del prodotto.

L'indagine delle ragioni da cui possa scaturire la circostanza oggettiva[716] che legittima la richiesta di liquidazione del prodotto risulta rilevante allorché si voglia comprendere se il *quomodo* della liquidazione suddetta – tanto nell'una quanto nell'altra ipotesi – sia l'unico cui può essere soggetto l'ELTIF o se, al contrario, al verificarsi di determinate condizioni, possa essere necessario il ricorso a una procedura liquidatoria dai connotati diversi rispetto a quelli cui sinora si è fatto riferimento.

Il tema che anzitutto si pone è se, in concreto, quanto previsto dall'art. 18, parag. 4, Regolamento, costituisca sempre uno "strumento di reazione" efficace per l'investitore insoddisfatto, sì da permettergli di pervenire al risultato di monetizzare l'investimento operato, seppure in via "coattiva"[717].

Invero, la questione della richiesta di rimborso non soddisfatta – da cui scaturirebbe la domanda di liquidazione del prodotto – presupporrebbe un'indagine sulla natura del rapporto intercorrente tra l'investitore e il prodotto in questione, allo scopo di valutare l'idoneità del potere attribuito agli investitori per far fronte alla richiesta di rimborso rimasta disattesa.

Come detto[718], si tratta di questioni rispetto alle quali il legislatore comunitario ha, in generale, mantenuto un certo agnosticismo normativo[719], dal momento che esse presupporrebbero la valutazione di profili e l'indagine di questioni di carattere civilistico suscettibili di regolamentazioni differenti nei vari ordinamenti europei[720].

Fermo ciò, seppur sinteticamente, può rilevarsi che il tratto tipico della gestione collettiva del risparmio[721] – come si è già avuto modo di rilevare sopra[722] – sta nella raccolta di

---

[716] Ci si riferisce al presupposto indefettibile al ricorrere del quale può esercitarsi il potere di chiedere la liquidazione dell'ELTIF, ovvero che le «domande di rimborso, presentate conformemente alla politica di rimborso dell'ELTIF, non sono state soddisfatte entro un anno dalla loro data di presentazione».

[717] Nel senso che alla richiesta di rimborso avanzata dall'investitore non vi è un adempimento spontaneo da parte dell'ELTIF o del suo gestore, ma si ricorre allo strumento della liquidazione, allorché entro l'anno dalla domanda il partecipante non abbia ottenuto il soddisfacimento del rimborso medesimo.

[718] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 5.

[719] Come confermato dal Regolamento in discorso nel quale non vi è una specifica qualificazione del rapporto di partecipazione o del valore giuridico da attribuire al regolamento o agli atti istitutivi dell'ELTIF. Rileva MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento,* in *Riv. dir. priv.*, 2009, 68, che «più che i contratti, al legislatore comunitario, interessa disciplinare *(i)* i mercati e *(ii)* l'organizzazione degli intermediari».

[720] Così LENER, PETRONZIO, *op. cit.,* 404.

[721] Rimane fermo che l'assenza di una completa armonizzazione a livello europeo sotto il profilo dei prodotti di investimento, ha impedito il formarsi di un unitario concetto comunitario di "gestione collettiva trasversale" idoneo a ricomprendere qualsivoglia tipologia di investimento collettivo, come rilevato da LENER, PETRONZIO, *op. cit.*, 389. Ciò si pone in controtendenza rispetto a quanto avvenuto in ambito nazionale, laddove il recepimento della dir. AIFM è stato occasione per una ridefinizione in termini unitari di concetti chiave della materia, valevoli a prescindere dalla riconducibilità del prodotto a una piuttosto che a un'altra sottocategoria (v. *supra* parte I, cap. I, parag. 5).

[722] Sul punto, v. più diffusamente *supra* parte I, cap. I, parag. 5.

capitale tra una pluralità di investitori allo scopo di investirlo a vantaggio dei medesimi sulla base di una determinata politica d'investimento[723]. Questi ultimi, in forza di un rapporto instaurato[724] con il gestore o con il veicolo, conferiscono liquidità – o beni in natura ove consentito – in contropartita di quote di partecipazione all'OICR, determinandosi così un rapporto di partecipazione tipico[725] che dà luogo al sorgere di un diritto, in capo agli investitori, che consiste quindi nel vedersi restituito un controvalore delle quote o azioni detenute, determinato nel suo *quantum*[726] al momento della richiesta che sarà avanzabile in tempi e modi differenti a seconda della forma *closed* o *open-end* del veicolo[727].

Un simile inquadramento generale – in linea, peraltro, con la regolamentazione adottata in ambito europeo in relazione alla materia della gestione collettiva del risparmio – dovrebbe valere altresì con riferimento alla fattispecie in discorso rispetto alla quale – in assenza di una diversa previsione regolamentare – la configurazione sopra data del rapporto di partecipazione non pare subire deviazioni[728].

In siffatto contesto, il soddisfacimento del diritto al rimborso esercitato dall'investitore postula anzitutto il successo del programma di investimento adottato, sì da consentire il

---

[723] V. Considerando n. 6, dir. AIFM, nonché art. 4, lett. w), dir. AIFM, il quale nel definire l'attività di gestione di FIA rinvia all'allegato n. 1 della medesima direttiva; sul punto, v. ZETZSCHE, PREINER, *op.cit.*, 27; REPIQUET, *op. cit*, 108 ss.; BODELLINI, *op. cit.*, 208 ss.; con riferimento alla letteratura nazionale, v. LENER, PETRONZIO, *op. cit.,* 390 ss.; GUFFANTI, *op. cit*, 1181 ss.; LUCIANO, *op. cit.,* 602 ss.; RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi,* cit., 346 ss.; LAMBERTI, *op. cit.*, 85 ss.; BARCELLONA, *op. cit*., 59 ss. Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 4.1. e 5.

[724] Rapporto che nell'accezione domestica assume un connotato negoziale. Invero, sia la dir. UCTIS IV, sia la dir. AIFM, si esimono dal disciplinare il contenuto del regolamento dei fondi, limitandosi a mere menzioni dello stesso – con riferimento, per esempio, alla necessità che esso costituisca un allegato della domanda di autorizzazione presentata alle competenti autorità nazionali. Allo stesso modo, il Regolamento in questione non detta una disciplina *ad hoc*, né tanto meno si pone il problema del valore giuridico da attribuire allo stesso – questione che rimane rimessa alle varie legislazioni nazionali – individuando solo indirettamente un contenuto tipico minimo, come visto con riferimento alla politica di rimborso o, piuttosto, alla fase della liquidazione o dell'ammissione alle negoziazione delle quote o azioni dell'ELTIF nel mercato secondario (in quest'ultimo caso le prescrizioni sono dettate in negativo, indicando ciò che il regolamento del prodotto non può vietare o impedire).

[725] Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 209; COPPOLA, *sub* art. 36, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 267; ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio,* in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società,* (a cura di) Gitti, Maugeri, Notari, Bologna, 2012, 245.

[726] *Quantum* che, secondo CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 271, non equivale – sotto il profilo numerico – al valore "conferito" in gestione, ma dipende dall'andamento positivo o negativo della gestione che si riverbera sul valore della partecipazione.

[727] Cfr. LENER, PETRONZIO, *op. cit.,* 410; LENER, *La nuova disciplina della gestione collettiva*, cit., 155.

[728] Ciò pare coerente con la qualificazione tassonomica dell'ELTIF che, pur recando dei tratti di disciplina propri, non è qualificabile in termini di tipologia di prodotto a sé stante, ma piuttosto come *species* del più ampio *genus* FIA (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 5). Diversamente, il legislatore europeo avrebbe dovuto definire e regolamentare in modo più dettagliato il prodotto e il rapporto di gestione anche con riferimento ai profili che attengono il legame con gli investitori.

pagamento degli eventuali debiti[729], per poi dar seguito, con l'eventuale residuo, alla richiesta di *redemption* avanzata dagli investitori. In altri termini, il diritto dei partecipanti a ottenere rimborso non può prescindere dalla verifica della capienza dell'OICR e, dunque, della sua capacità di soddisfare in via primaria i creditori del fondo e poi, eventualmente, coloro che hanno a proprio rischio investito i propri capitali nel veicolo in questione[730]. Non può mettersi in dubbio, infatti, la circostanza che il veicolo sia ammesso a contrarre debito, come peraltro previsto dal Regolamento[731], cui si aggiungono ulteriori oneri a carico del fondo scaturenti dal normale svolgimento dell'attività di investimento[732].

Ne discende che l'automatismo con il quale il Regolamento attribuisce all'investitore, insoddisfatto entro un anno dalla richiesta di *redemption,* il potere di chiedere la liquidazione del fondo non è detto che, in concreto, si traduca in un consequenziale soddisfacimento della pretesa degli investitori, potendosi verificare il caso che, soddisfatti integralmente gli eventuali creditori, sia – per lo meno – necessario procedere a uno "stralcio" delle pretese dei partecipanti[733] o, ancora più, non residui alcunché per questi ultimi.

Invero, la possibilità di chiedere la liquidazione dell'ELTIF, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, dando l'abbrivio a un *iter* liquidatorio ordinario, potrà costituire un "rimedio" [734] esperibile da parte degli investitori non soddisfatti nella *redemption* –

---

[729] I partecipanti, pur vantando un diritto di credito, potrebbero definirsi come creditori "interni", nel senso che il loro apporto di capitale – da cui discende la richiesta di rimborso avanzata – non è qualificabile in termini di obbligazione da adempiere e, quindi, non incide sull'equilibrio patrimoniale del fondo. Così CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 271.

[730] Cfr. BONFATTI, *op. cit*., 9; OCCORSIO, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del t.u.f.,* in *Riv. dir. comm.,* 2014*,* 628; secondo CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.,* 2014, 589, pur potendosi qualificare i quotisti, sotto alcuni profili, in termini di creditori del fondo, rimarranno comunque soggetti a patire le conseguenze «della negativa oscillazione del valore fino a vedersi questo interamente azzerato».

[731] V. art. 16 Regolamento, il quale ammette la possibilità per l'ELTIF di ricorrere alla leva finanziaria, seppure con alcuni limiti dettati allo scopo di scongiurare rischi di eccessivo indebitamento per il veicolo (sul punto, v. cap. II, parag. 5).

[732] Cfr. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità,* cit., 600.

[733] Cfr. BONFATTI, *op. cit.*, 9, seppure con riferimento alla fattispecie domestica dei fondi comuni di investimento immobiliari, rileva come in simili casi sia ammissibile una procedura liquidatoria "ordinaria" che segua regole privatistiche, pur ispirandosi ai canoni dell'efficienza e dell'efficacia. *Contra* CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi,* cit., 271, secondo cui non è configurabile alcuna pretesa passibile di "stralcio".

[734] In altri termini, sulla scorta delle valutazioni sopra esposte con riguardo a entrambe le ipotesi in cui può configurarsi la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento (v. *supra* parag. 4.1. e 4.2.4.), la liquidazione ordinaria del prodotto – azionata su richiesta dei partecipanti all'ELTIF – sembra costituire uno strumento di tutela del diritto al rimborso vantato dai medesimi solo quando la mancata *redemption* non dipenda da circostanza endogene di incapacità di adempiere, con la conseguenza che l'attribuzione del potere in discorso agli investitori consentirebbe loro di innescare quel meccanismo liquidatorio funzionale all'ottenimento del rimborso, anticipata o meno che sia, sino ad allora rimasto disatteso.

anticipata o meno che sia – nel solo caso in cui – pur con le riserve sopra esposte[735] – la richiesta di rimborso rimasta disattesa non dipenda da un'incapacità economico-patrimoniale dell'ELTIF, ma piuttosto da una scelta di politica gestoria che incida sulla rimborsabilità in tempi congrui della quota investita[736].

Diversamente, allorché il mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso sottenda un'incapacità da parte dell'ELTIF di adempiere – nel senso che non pare nemmeno prospettabile un pagamento integrale dei creditori, per così dire, esterni – l'atteggiarsi della liquidazione del prodotto non potrà seguire un andamento ordinario, venendo in rilievo esigenze di tutela che trascendono la sola sfera giuridica dei partecipanti[737].

Del resto, infatti, non può *ex se* escludersi che – specie nel caso in cui il rimborso sia chiesto quando ancora il ciclo di vita del fondo non è stato concluso[738] – il fondo in questione possa versare in uno stato di difficoltà tale da non consentire il soddisfacimento delle richieste di rimborso e, ancor prima, di adempiere al pagamento dei debiti assunti.

La questione non pare essere presa in esame da parte del regolatore il quale, pur mirando a dettare una disciplina del prodotto esaustiva e vincolante, non si premura di definire *claris verbis* le cause in conseguenza delle quali tale mancato soddisfacimento possa derivare, né tanto meno come debba procedere un'eventuale liquidazione dell'ELTIF allorché essa dipenda dal verificarsi di uno *status* patologico in cui lo stesso versa, tanto nel caso in cui questa preesista alla richiesta di rimborso, quanto nell'ipotesi in cui essa si sia manifestata in conseguenza della pretesa avanzata dai partecipanti al fondo in questione.

Se, per un verso, la scelta di astenersi dal regolamentare taluni profili che riguardano l'operatività dell'ELTIF – specie se patologica – può dirsi coerente con la volontà delle

---

[735] Ci si riferisce ai dubbi sopra esposti specie con riferimenti alla liquidazione anticipata conseguente al mancato soddisfacimento dell'*early redemption* (v. *supra* parag. 4.2.4).

[736] Potrebbe verificarsi una simile circostanza allorquando le attività in cui è impiegato il capitale raccolto siano di difficile liquidazione e ciò impedisca poi un rimborso tempestivo degli investitori. Sarebbe poi da indagare in che termini ciò esponga il gestore a profili di responsabilità e, quindi, se e in che misura il non soddisfacimento della richiesta di rimborso dipenda sia imputabile o meno a una *mala gestio*. Come detto, la questione imporrebbe riflessioni sul tema della responsabilità del gestore che, per questioni di logica espositiva e non solo, non sono oggetto di indagine nel presente lavoro; sul punto, v., *inter alia*, FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento*, cit*.,* 708 ss.; ID, *Gestione dell'investimento e responsabilità,* in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 126 ss.; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit*.,* 180 ss.; SPOLAORE, *op. cit.*, 1138 ss.; CICCHINELLI, *Danno e patrimonio,* cit., 832 ss.

[737] In siffatta ipotesi, la liquidazione ordinaria potrebbe non essere lo strumento adeguato cui ricorrere, ove l'incapacità di adempiere del veicolo esuli dal solo profilo della *redemption* coinvolgendo altresì eventuali soggetti che vantino crediti nei confronti dell'ELTIF.

[738] Ciò, in quanto non essendo stata raggiunta la *maturity* degli investimenti operati dall'ELTIF potrebbe dirsi più probabile che, azionata la liquidazione per mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso anticipato, si verifichi una condizione di incapacità di adempiere.

istituzioni europee di non "sconfinare" in ambiti che risentono in modo rilevante degli assetti normativi nazionali, per altro verso, comporta un sacrificio sotto il profilo dell'uniformità della disciplina del prodotto da cui potrebbe scaturire altresì un rischio di compromissione del profilo della certezza giuridica, stante la portata intracomunitaria della fattispecie.

Ne consegue che, rispetto a quest'ultima ipotesi, il silenzio del legislatore europeo fa sì che possano trovare applicazione le specifiche regolamentazioni dettate dagli ordinamenti nazionali con riguardo ai profili non espressamente disciplinati dal diritto dell'Unione[739].

A questo punto, l'assenza di una disciplina *ad hoc* nell'ambito del Regolamento impone quindi un'ulteriore indagine circa le modalità mediante cui far fronte a una siffatta condizione dell'ELTIF[740], tenendo in debita considerazione la matrice europea sia della fattispecie sia della sua fonte di disciplina, la quale impone all'interprete la necessità di considerare specifici principi di derivazione comunitaria.

5.1. (segue)… brevi considerazioni sul principio di autonomia procedurale

In difetto di una precipua disciplina regolamentare europea che possa trovare applicazione nel caso in questione, allorquando l'ELTIF versi in difficili condizioni economico-patrimoniali, pare doveroso considerare – seppure *in limine* e per quanto rileva ai fini della presente trattazione – il principio dell'autonomia procedurale[741] il quale

[739] Sul punto, v. *infra* parag. 5.1.

[740] L'esigenza di un'indagine circa l'*an* e il *quomodo* cui far fronte all'eventuale *status* patologico in cui possa versare l'ELTIF è sorta in chi scrive in considerazione delle modalità – miranti all'esaustività – con le quali il legislatore ha inteso regolare la fattispecie in analisi. Come si è avuto modo di rilevare sopra (v. *supra* parte II, cap. I, parag. 5), l'ELTIF non rappresenta, sotto il profilo tassonomico, un nuovo tipo di OICR, ma piuttosto una *species* del più generale *genus* dei FIA. Mentre le disposizioni contenute nei Reg. EuSEF ed EuVECA mirano a dettare uno specifico regime di disciplina per i gestori che intendono utilizzare la denominazione «EuSEF» e «EuVECA» per la commercializzazione dei propri fondi, con riferimento agli ELTIF – pur ponendosi il Regolamento sul solco delle iniziative già promosse con riguardo ai prodotti EuSEF ed EuVECA – il legislatore ha compiuto un passo in avanti più significativo, ampliando il novero delle attività in cui il veicolo può investire, nonché dettando disposizioni di granulari anche in considerazione della possibilità di commercializzazione degli stessi agli investitori *retail*. L'approccio regolamentare uniformante – coerente anche con il tipo di atto normativo utilizzato – non si limita ai soli profili gestori o della commercializzazione ma, come visto, offre altresì una regolamentazione che concerne la questione del rimborso, contribuendo a definire i connotati fisiognomici indefettibili del veicolo di investimento. Sul punto, v. *supra* parte I, cap. I, parag. 6.

[741] Principio di derivazione giurisprudenziale, enunciato in noti *leading case* decisi di Giudici lussemburghesi, fra cui, *Rewe* e *Comet*, rispettivamente decisi da Corte giust. 16 dicembre 1976, 33/76, *Rewe-Zentralfinanz eG e Rewe-Zentral AG c. Landwirtschaftskammer für das Saarland* e da Corte giust. 16 dicembre 1976, 45-76, *Comet BV c. Produktschap voor Siergewassen*, nei quali si stauisce – rispettivamente ai punti 5 e 15 delle citate sentenze – che «in assenza di provvedimenti di armonizzazione, i diritti attribuiti dalle norme comunitarie devono essere esercitati, dinanzi ai giudici nazionali, secondo le modalità stabilite dalle norme interne».

viene in rilievo ogniqualvolta la disciplina europea, non contemplando specifiche modalità di esercizio dei diritti attribuiti dalle norme comunitarie, permette agli Stati membri di intervenire ai fini dell'individuazione degli strumenti procedurali più idonei[742]. Se, per un verso, ciò consente ai Paesi membri di disporre di un certo margine di autonomia, per altro verso, l'applicazione di siffatto principio si traduce, come è evidente, in una disomogeneità all'interno dell'UE, in ragione della diversità degli ordinamenti giuridici coinvolti, con conseguente sacrificio dell'esigenza di uniformità e, in talune circostanze, di corretta applicazione del diritto comunitario[743].

Invero, siffatto principio trova un limite intrinseco nell'obbligo – gravante sugli Stati membri – di garantire il rispetto dei principi di effettività del diritto comunitario e di equivalenza[744], con ciò ponendo un perimetro ben preciso alla libertà di regolamentazione domestica che parrebbe scaturire dall'applicazione del principio di autonomia procedurale[745]. Giacché negli ambiti normativi nei quali difetta l'opera armonizzante del legislatore europeo, rivive il potere normativo degli ordinamenti nazionali – seppure nel rispetto dei limiti sopra esposti – il dubbio che sorge è se, rispetto alla questione in analisi, possa ritenersi sussistente una *vacatio* di regolamentazione comunitaria, poiché solo ove a tale quesito si dia un esito positivo potrà verificarsi se nell'ordinamento nazionale sussistano strumenti giurisdizionali idonei a consentire un'effettiva tutela dei diritti scaturenti dalla disciplina comunitaria in discorso.

Invero, la lettera del Regolamento non definisce *claris verbis* in che termini e secondo quali principi debba svolgersi la liquidazione azionata in conseguenza del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso, né – come detto – si sofferma nel considerare

---

[742] In altri termini, allorquando il diritto dell'Unione non detta disposizioni armonizzanti con riguardo alle modalità di attuazione e tutela dei diritti attribuiti da una data regolamentazione europea, è rimessa ai singoli Stati membri la scelta degli strumenti procedurali interni volti a garantire una tutela giurisdizionale effettiva. Si tratta, tuttavia, di un principio il cui operare presuppone l'assenza di armonizzazione in ambito europeo, la quale rappresenta la *condicio sine qua non* affinché possa ricorrersi all'autonomia procedurale.

[743] Cfr. CAPOTORTI, *Corso di diritto internazionale*, Milano, 1995, 290, il quale parla di «parcellizzazione» della norma comunitaria in sede applicazione, in quanto essa a finisce per assumere un significato e una portata diversi a seconda del giudice incaricato di interpretarla e di applicarla e, soprattutto, a seconda dello Stato membro di appartenenza del giudice.

[744] Nel senso che, in sostanza, l'uno sottende che l'ordinamento giuridico interno utilizzi strumenti giuridici equivalenti, in relazione ai diritti di matrice comunitaria, a quelli che opererebbero per fattispecie di origine nazionale, l'altro, invece, presuppone una tutela agevole ed effettiva, all'interno degli Stati, dei diritti spettanti in forza dell'UE.

[745] Con riguardo al principio in discorso, v., *funditus*, IERMANO, *I principi di equivalenza ed effettività tra autonomia procedurale e "limiti" alla tutela nazionale*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2019, 525 ss.; LICATA, *Limiti al principio dell'autonomia procedurale e rafforzamento della cooperazione amministrativa nell'Unione europea,* in *Riv. it. dir. pubbl. com*., 2012, 905 ss.; GALETTA, *L'autonomia procedurale degli Stati membri dell'Unione Europea:* Paradise Lost*?*, Torino, 2009, 140; IGLESIAS, *Sui limiti dell'autonomia procedimentale e processuale degli Stati membri nell'applicazione del diritto comunitario*, in *Riv. dir. pubbl. com*., 2001, 5 ss.

le cause dalle quali tale insoddisfazione possa derivare[746]. Siffatto silenzio normativo potrebbe essere interpretato in due differenti modi, entrambi, tuttavia, idonei a suffragare l'idea secondo cui possa trovare applicazione la disciplina domestica in forza – ma anche nei limiti – del principio in parola.

Se la genericità della liquidazione proponibile ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento è da intendere come fattispecie di carattere generale, idonea a comprendere, tanto un'ipotesi di dismissione ordinaria del capitale dell'ELTIF, quanto una di carattere patologico, rimane che l'assenza di previsione circa il *quomodo* della liquidazione lascia spazio, nel secondo caso, all'applicazione di strumenti normativi e giurisdizionali di matrice domestica che consentano di disciplinare l'andamento liquidatorio in ipotesi di incapienza. Allorché, invece, la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento sia unicamente qualificabile in termini di liquidazione volontaria – la cui peculiarità è rintracciabile nella mera circostanza che essa consegua a un'insoddisfazione della richiesta degli investitori – residua, a ogni buon conto, un'assenza di regolamentazione circa il caso in cui il fondo *de quo* versi in uno stato di difficoltà – irreversibile o meno che sia – tale per cui sia necessario ricorrere a una procedura liquidatoria non di natura volontaria, ma che segua meccanismi funzionali ad agevolare il soddisfacimento degli eventuali creditori nel rispetto di taluni irrinunciabili principi che governano simili ipotesi di liquidazione.

Giacché seguendo sia l'una sia l'altra possibile interpretazione la disciplina del prodotto dettata dal Regolamento non definisce le modalità mediante cui debba gestirsi un eventuale *status* di incapacità economico-patrimoniale dell'ELTIF – sia esso reso manifesto o meno dalla richiesta di rimborso degli investitori – non può che ritenersi necessaria l'indagine degli strumenti nazionali cui potrà ricorrersi nell'ipotesi in cui vi sia un ELTIF che versi in una simile condizione, verificando se una simile procedura possa ricondursi al generale potere di agire per la liquidazione dell'ELTIF, attribuito agli investitori dall'art. 18, parag. 4, Regolamento.

6. La disciplina nazionale in tema di "incapienza" degli OICR

[746] V. *supra* parag. 5.

Pur consci della consolidata conoscenza della – oramai decennale – disciplina nazionale in tema di incapienza di fondi comuni di investimento, allo scopo di tentare di comprendere in che termini la disciplina nazionale possa operare rispetto alla neo-fattispecie degli ELTIF, pare opportuno tracciare – seppure sinteticamente – i tratti caratterizzanti la regolamentazione domestica allorché si ravvisi una condizione di incapienza in cui versa un organismo di investimento[747].

Invero, l'attenzione di chi scrive si porrà per lo più sulla procedura liquidatoria degli OICR contrattuali, pur nella consapevolezza che simili dinamiche possano coinvolgere altresì organismi di investimenti costituiti in forma statutaria; tuttavia, per questi ultimi la configurazione giuridica societaria ha reso sempre meno complessa la gestione di eventuali dinamiche patologiche, rendendo così meno animato il dibattito dottrinale sul punto[748].

Del resto, infatti, la genesi della disciplina sulla liquidazione concorsuale dei fondi comuni di investimento[749] è temporalmente recente rispetto al resto della

---

[747] Per questioni di logica espositiva e non solo, non ci si concentrerà diffusamente sull'*iter* procedurale che siffatta procedura deve seguire, ma piuttosto sui presupposti sottesi alla procedura *de qua*, nonché sulla natura della stessa e sui soggetti legittimati ad azionarla, al precipuo fine di comprendere come la liquidazione *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., possa conciliarsi con i tratti fisiognomici dell'ELTIF a fronte di un'assenza di regolamentazione comunitaria circa l'ipotesi di incapienza del fondo in questione. Con riferimento agli aspetti procedurali della liquidazione dei fondi comuni di investimento, v. BONFATTI, *sub* art. 57, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 365 ss.; ID, *Liquidazione coatta amministrativa delle Sim, delle SGR e delle SICAV,* in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali,* (diretto da) Vassalli. Luiso, Gabrielli, Torino, 2014, 1031 ss.; ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio,* cit., 168 ss.; OCCORSIO, *op. cit*., 630 ss.

[748] Il certo riconoscimento di personalità giuridica a siffatti organismi ha permesso al legislatore di estendere di *default* le procedure contemplate dall'ordinamento per la gestione dell'insolvenza anche a tali soggetti, seppure con i dovuti accorgimenti dettati dalla disciplina di settore ivi applicabile in considerazione della specifica attività svolta. A prescindere dal modello statutario prescelto, il legislatore nazionale detta, all'art. 57 t.u.f., una disciplina comune con riferimento agli intermediari finanziari non bancari (SIM, SGR, SICAV e SICAF), disponendo l'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa – allorché tali soggetti versino in condizioni di gravi irregolarità nell'amministrazione o siano riscontrate violazioni di disposizioni legislative, statutarie o amministrative o, ancora, perdite *ex* art. 56 t.u.f. di eccezionale gravità – cui si aggiungerà la declaratoria dello stato di insolvenza ove l'ente versi in una simile condizione. Si ribadisce che, per i connotati precipui sopra analizzati, gli ELTIF eventualmente costituiti in forma statutaria dovranno assumere necessariamente la forma delle SICAF.

[749] Se la procedura *de qua* non è stata incisa dal recepimento della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (nota come *Bank Recovery and Resolution Directive* – BRRD), rimanendo inalterato per gli intermediari finanziari non bancari la disciplina dettata dall'art. 57 t.u.f., non lo stesso può dirsi con riferimento al recepimento della successiva BRRD II (direttiva UE 2019/879 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda la capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la direttiva 98/26/CE). A quest'ultima è stata data attuazione nell'ordinamento nazionale con l'emanazione del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 193 che ha, fra gli altri, modificato la lettera dell'art. 57 t.u.f. Per quanto rileva, in questa sede, le modifiche apportate alla disciplina della liquidazione dei fondi comuni di investimento riguardano, anzitutto, la previsione di un "nuovo" organo della procedura, ovvero un comitato di sorveglianza – mutuato dalla disciplina della liquidazione coatta amministrativa – i cui poteri

regolamentazione nazionale degli organismi di investimento e ciò è dipeso, per lo più, dalla difficoltà riscontrata dagli operatori nel definire in modo univoco l'inquadramento dogmatico da attribuire a simili fattispecie sotto il profilo del riconoscimento o meno della soggettività giuridica.

Tralasciando, in questa sede, l'indagine dei vari orientamenti interpretativi prodottisi nel tempo – cui si è avuto modo di far cenno *supra*[750] – non può non considerarsi come il rifiuto di riconoscere al fondo una soggettività giuridica propria avesse indotto il legislatore nazionale, sino all'intervento novellatore del 2012[751], ad astenersi dal dettare una disciplina *ad hoc* per ipotesi – ritenute teoricamente remote, ma poi nella prassi verificatesi – di "crisi"[752] del fondo, con il limite di considerare una simile circostanza *ex se* assorbibile nelle previsioni dettate con riferimento alla patologia del gestore del fondo medesimo[753].

A prescindere dalle conclusioni – non univoche – cui gli interpreti sono pervenuti con riferimento al profilo della soggettività giuridica dei fondi, alla luce dell'introduzione di una specifica procedura concorsuale per i medesimi[754], ciò su cui si intende porre

---

sono definiti per il tramite del richiamo all'art. 84 t.u.b.; norma che, nella novellata disciplina della liquidazione concorsuale dei fondi, trova applicazione anche rispetto al comma 2, disposizione che, invece, nella versione antecedente alla riforma, era inapplicata (sui poteri dell'organo *de quo*, cfr. CUONZO, *sub* art. 84, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 441 ss.). Parimenti alla disciplina *ex* art. 80 t.u.b. ss., ovvero quella concernente la liquidazione coatta amministrativa delle banche, anche nel caso della liquidazione dei fondi, spetta alla Banca d'Italia la determinazione delle indennità da attribuire ai liquidatori e al comitato suddetto. Si tratta, invero, di modifiche che si pongono nel solco dell'adeguamento della procedura liquidatoria *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., rispetto alla liquidazione coatta amministrativa, con ciò avvalorando la qualificazione della prima in termini di procedura a carattere concorsuale (v. *infra*).

[750] Sul punto si rinvia a quanto esposto *supra* parte I, cap. I, parag. 5.1, nonché, rispetto alla disciplina previgente, *sub* parag. 2. Sul punto, v. anche FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2017, 64; ID., *Il fondo di investimento*, cit., 913, il quale ha icasticamente definito il fondo in termini di "patrimonio senza cervello", dal momento che il "cervello" è allocato all'esterno rispetto al fondo, essendo riconducibile al gestore.

[751] Ci si riferisce all'intervento legislativo operato dall'art. 1, comma 17, lett. b), d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47, che ha aggiunto nel corpo dell'art. 57 t.u.f. il comma 6-*bis* destinato a disciplinare l'ipotesi in cui «le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazione dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata».

[752] Si tratta di un'espressione atecnica, cui si ricorre allo scopo di evocare – seppure in modo generico – la condizione patologica che legittimerebbe il ricorso a specifiche procedure liquidatorie dai connotati differenti rispetto a quelli propri di una liquidazione ordinaria.

[753] Così CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 257. L'ombra di una simile concezione rimane anche all'indomani della novella che ha introdotto, all'art. 57 t.u.f., il comma 6-*bis* la cui collocazione topologica riflette l'idea di una qualche riconducibilità delle vicende che afferiscono al fondo comune di investimento a quelle del suo gestore.

[754] Cfr. CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 257. Invero, l'introduzione di una procedura concorsuale *ad hoc*, volta a regolare l'ipotesi di "crisi" dei fondi comuni di investimento, è stata interpretata in senso ambivalente, ovvero sia a favore del riconoscimento di soggettività giuridica dei fondi medesimi, sulla scorta della concezione soggettivistica delle procedure concorsuali, sia, per converso, nel senso opposto, anche alla luce dell'arresto degli Ermellini circa la negazione di una qualsivoglia

l'attenzione è anzitutto il presupposto oggettivo in guisa del quale siffatta liquidazione può essere azionata, ai sensi dell'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f.

Invero, la norma non ricorre esplicitamente alle invalse categorie dell'insolvenza o della crisi, ma utilizza una perifrasi volta a definire le condizioni in cui il gestore o i creditori del fondo sono legittimati ad agire per la declaratoria di apertura della procedura di liquidazione "giudiziale"[755], ovvero la circostanza in cui «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»[756].

L'assenza di un esplicito riferimento all'insolvenza ha fatto dubitare taluni[757] della riconducibilità della patologia descritta dall'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., al presupposto oggettivo *ex* art. 5 l.f.[758], rispetto al quale la prima si distinguerebbe per il suo pregnante carattere "patrimoniale" – difettando quindi, in ragione degli specifici connotati che

soggettività autonoma dei fondi comuni di investimento; ci si riferisce a Cass. civ., 15 luglio 2010, n.16605, con nota, *inter alia*, di FERRO LUZZI, *Un problema di metodo*, cit., 751 ss.; GHIGI, *op. cit.*, 1146 ss.; GENTILONI SILVERI, *op. cit.*, 432 ss.; SCANO, *op. cit.*, 1133 ss.

[755] Definita tale da BONFATTI, *La disciplina speciale delle crisi dei soggetti abilitati e degli OICR e il sistema di indennizzo,* in *Il testo unico finanziario*, (diretto da) Cera e Presti, Bologna, 2020, I, 901 ss. Si tratta di una procedura disposta dal tribunale del luogo in cui ha sede il gestore, allorquando ritenga fondato «il pericolo di pregiudizio», presupposto che, secondo BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR*. *La liquidazione giudiziale del fondo o del comparto insolvente*, in *Riv. dir. banc*., 2013, 6, parrebbe essere «in re ipsa», ove ricorrano gli altri presupposti della incapacità del fondo a soddisfare le obbligazioni facenti capo allo stesso e della mancanza di ragionevoli prospettive di superamento della situazione critica, dal che discenderebbe il concreto rischio di atti preferenziali, acquisizione di titoli di prelazione da parte di taluni creditori in danno degli altri, soddisfacimenti preferenziali.

[756] L'ipotesi cui si fa riferimento attiene al caso in cui la patologia riguardi primariamente il fondo comune di investimento, in quanto nel caso in cui la condizione di crisi riguardi la società di gestione (e non già il fondo da essa gestito) all'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa conseguirà, ai sensi dell'art. 57, comma 3-*bis*, t.u.f., la liquidazione o la cessione dei fondi medesimi da parte dei commissari liquidatori, con la conseguenza che ai partecipanti spetterà in via esclusiva una partecipazione «alla ripartizione del residuo netto di liquidazione in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione», coerentemente a quanto sostenuto già dalla giurisprudenza di merito (cfr. Trib. Milano 29 marzo 2012, con nota di PESCATORE, *Titolarità di un fondo comune di investimento immobiliare e sua (non) rivendicabilità*, in *Ilfallimentarista.it*, 22 giugno 2012). Sul punto, v. anche BONFATTI, *Liquidazione coatta amministrativa delle Sim, delle SGR e delle SICAV,* cit., 1030.

[757] Cfr. CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa,* in *Fall.,* 2014, 619; ID, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 278 ss.; FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento,* cit., 703.

[758] In questa sede ci limita unicamente a rinviare, seppure in parte, all'ampia letteratura prodottasi nel tempo con riferimento al requisito oggettivo in discorso; v., *ex multis*, FORTUNATO, *Insolvenza, crisi e continuità aziendale nella riforma delle procedure concorsuali: ovvero la commedia degli equivoci*, in *Dir. Fall*. 2021, 3 ss.; SPIOTTA, *Insolvenza (non ancora) prospettica: quali rimedi?*, in *Fall.,* 2020, 124 ss.; TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza,* in *Le procedure concorsuali. Il fallimento*, (a cura di) Ragusa Maggiore, Costa, Torino, 1997, I, 251 ss.; SANDULLI, *Il presupposto oggettivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, (diretto da) Jorio, Sassani, Milano, 2014, I, 137 ss.

denotano l'investimento in OICR[759], della dimensione economico-finanziaria – sì da rendere tale condizione riconducibile piuttosto a uno *status* di «incapienza».

Siffatta interpretazione troverebbe riscontro – secondo i suoi sostenitori – altresì nella Relazione illustrativa[760] al provvedimento legislativo che ha introdotto la procedura di liquidazione "giudiziale" dei fondi, nel quale ricorre, di sovente, il riferimento al temine «incapienza» per descrivere il presupposto oggettivo della procedura, seguendo così una sorta di continuità con la disciplina della patologia dei patrimoni destinati *ex* art. 2447-*bis* c.c.[761].

V'è, tuttavia, chi per converso – al di là delle mere suggestioni che possano scaturire da una disomogeneità lessicale – riconduce la condizione descritta dall'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., al presupposto dell'insolvenza, non scorgendo nei connotati precipui in cui può manifestarsi l'incapienza del fondo elementi idonei a impedirne la sussumibilità nella fattispecie di cui all'art. 5 l.f.[762].

Ma, a prescindere dall'interpretazione che si intende seguire, risulta unanime l'idea di non comprendere nella valutazione delle obbligazioni che il fondo non sarebbe più in grado di adempiere – anche con una valutazione prognostica – quei diritti che gli investitori vantano nei confronti del fondo e che fanno valere per il tramite della richiesta di rimborso[763]. La posizione creditoria di questi ultimi – stante la peculiarità del rapporto che si instaura tra il prodotto di investimento e il partecipante stesso – non incide

---

[759] Secondo CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 278, l'orizzonte temporale *ab ovo* definito, con riguardo ai fondi comuni di investimento, imprimerebbe all'*agere* del fondo medesimo un'ineludibile prospettiva liquidatoria non compatibile con la prospettiva della continuità che connota lo *status* della crisi che rappresenta il presupposto per il ricorso a specifici strumenti di gestione di siffatta condizione.

[760] Cfr. Relazione illustrativa al d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47,10. Si rileva, tuttavia, come la medesima Relazione sembri sovrapporre i concetti di «incapienza» e di «insolvenza», utilizzando tali termini quasi fossero sinonimi, come nel caso in cui precisa che «la disposizione tende, da un lato, a evitare il rischio che, data l'attuale lacuna normativa, l'incapienza di un singolo fondo possa comportare interventi giudiziali destabilizzanti per la stessa SGR e per tutti i fondi, anche capienti, dalla stessa gestiti, dall'altro a fornire adeguata tutela ai creditori del fondo insolvente, prevedendo una specifica possibilità di ricorso al Tribunale per far cessare la gestione del fondo e un conseguente intervento dell'Autorità di vigilanza per assicurare modalità idonee di liquidazione o cessione del fondo stesso».

[761] Ravvisa echi della disciplina fallimentare dei patrimoni destinati nella regolamentazione della liquidazione "giudiziale" dei fondi comuni di investimento PESCATORE, *sub* art. 57, in *Commentario t.u.f.*, (a cura di) Vella, Torino, 2012, 557; nello stesso senso, CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento*, cit., 619.

[762] Così Trib. Lecco, 5 marzo 2013, n. 21, secondo cui la lettera dell'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., «richiama nozioni, quali l'incapacità di far fronte alle obbligazioni e all'assenza di prospettive di ripresa, sostanzialmente coincidenti con quella dell'insolvenza ex art. 5 l. fall.»; arresto poi richiamato anche da Trib. Milano 5 dicembre 2016, con nota di GAFFURI, *Insolvenza del comparto di un fondo comune di investimento,* in *Ilsocietario.it,* 29 maggio 2017; nonché BONFATTI, *La situazione di "crisi" dei Fondi Comuni di investimento*, cit., 11; ID, *La disciplina particolare*, cit., 6; FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento,* cit., 707.

[763] Sul punto, v. CARRIÈRE, *La "crisi" dei fondi comuni di investimento*, cit., 271. In generale, con riferimento alla disciplina del rimborso, v. *supra* parag. 4.2.1, nonché cap. II, parag. 4.

sull'indebitamento dell'OICR il quale verrà determinato tenendo conto solo delle obbligazioni che lo stesso – o il suo gestore – ha assunto nei rapporti con i terzi. Prova ne è che la legittimazione ad agire per la liquidazione in discorso è ad appannaggio dei soli creditori – da non ricomprendervi quindi gli investitori[764] – e della società di gestione, gli unici deputati – a prescindere dalla volontà dei partecipanti[765] – ad avanzare all'organo giurisdizionale competente la domanda *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f. E ciò risulta coerente con l'inquadramento del rapporto di investimento che vede il rischio gravare in capo agli investitori[766] la cui pretesa non può che dipendere dal successo del programma di investimento e, di conseguenza, dal preventivo soddisfacimento dei diritti vantati dai cd. creditori "esterni"[767].

Siffatta conclusione risulta quindi coerente con l'assunto, sancito dal comma 3-*bis* della norma in discorso, secondo cui ai partecipanti spetta unicamente un diritto «alla ripartizione del residuo netto di liquidazione in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione», sempre che – e ciò è implicito – vi sia un residuo su cui soddisfarsi. Se ciò vale nel caso di una liquidazione ordinaria – che rappresenta, in linea di massima, un momento fisiologico e necessario della "vita" del fondo – allorché il prodotto in questione versi in *status* di incapienza tale per cui non sia prospettabile un soddisfacimento integrale dei creditori, non potrà che ammettersi un sacrificio delle pretese degli investitori ai quali – in considerazione di quanto sopra esposto – non potrà assicurarsi nemmeno un rimborso parziale.

La diversità di presupposti sottesi alla procedura in discorso – rispetto a quella di dismissione ordinaria – nonché le differenti finalità cui la stessa tende, fanno propendere

---

[764] Cfr. CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento,* cit., 620, il quale esclude la riconducibilità dei partecipanti alla categoria dei creditori legittimati ad agire ai sensi dell'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., pur nella ricostruzione della loro posizione giuridica di cui si è dato conto sopra (v. *supra* parag. 5).

[765] Come rilevato da BONFATTI, *La situazione di "crisi" dei Fondi Comuni di investimento*, cit., 10, allorché sussista una condizione di insolvenza del fondo comune di investimento, il gestore non deve sottoporre alla deliberazione dei partecipanti la procedura di liquidazione – per così dire – ordinaria, ma deve piuttosto ricorrere alla procedura di liquidazione *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f. E ciò nel senso di rendere ammissibile la domanda di liquidazione "giudiziale" anche a fronte del rigetto da parte degli investitori della proposta di liquidazione ordinaria avanzata dalla società di gestione (Trib. Milano, 29 marzo 2012, cit.).

[766] Così FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento,* cit., 707 ss., il quale evidenzia come una tutela specifica della posizione dei partecipanti esiste fin tanto che l'investimento non sia ancora integralmente perduto – e, di conseguenza, il valore della quota azzerato – risolvendosi quindi la tutela loro accordata in una dimensione puramente organizzativa e informativa che permetta agli stessi di valutare l'andamento della gestione del capitale e l'opportunità di proseguire nell'investimento operato.

[767] Sul punto, v. Trib. Milano, 29 marzo 2012, cit., 19, che, nell'escludere l'opposizione allo stato passivo della società di gestione in liquidazione coatta amministrativa, proposta dai partecipanti al fondo comune di investimento immobiliare gestito dalla medesima società di gestione, rileva che gli investitori «non possono, pertanto, 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». Cfr. FERRI, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento,* cit., 707.

per una qualificazione dell'*iter* di cui all'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., in termini di concorsualità[768] e ciò anche in considerazione del necessario coinvolgimento dell'autorità giurisdizionale chiamata a presidiare il rispetto del principio *par condicio creditorum*[769]. Invero, una simile qualificazione dell'*iter* liquidatorio in discorso non può cogliersi *per tabulas*, posto che la disposizione si limita a dettare una disciplina scarna[770] volta a definire unicamente i presupposti al ricorrere dei quali può adirsi il tribunale per la declaratoria in questione, i soggetti legittimati ad agire per la liquidazione, nonché i poteri dei liquidatori mediante meri rinvii testuali[771].

Invero, pur a fronte di una lettera della norma poco esaustiva – se non a tratti criptica – gli interpreti non hanno mancato di proporre soluzioni ermeneutiche che, anche a fronte

[768] Tanto il presupposto oggettivo, quanto – e ancor più – il riferimento a un ordine di graduazione dei creditori, allorquando vi siano risorse insufficienti, evocano elementi assai ricorrenti nell'ambito della disciplina delle procedure concorsuali di cui alla legge fallimentare (parimenti a quella futura che eventualmente entrerà in vigore con il cd. Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza), seppure tale connotato debba apprezzarsi con riferimento a elementi che vanno al di là delle mere suggestioni letterali.

[769] In ciò si ravvisa la differenza rispetto alla procedura liquidatoria prevista per i patrimoni destinati *ex* art. 2447-*bis* c.c., che, pur a fronte di incapienza, subiranno una liquidazione che, *claris verbis*, sarà improntata alle ordinarie regole della liquidazione delle società in quanto compatibili, come sancito dall'art. 156 l.f. Con riferimento a tale disciplina, per esigenze di economia espositiva e non solo, ci si limita unicamente a rinviare, *inter alia,* a CIAMPI, *Patrimoni e finanziamenti destinati in rapporto con le regole del concorso fallimentare,* in *Società*, 2004, 1212; DE SENSI, *Patrimoni destinati: l'impatto sulle procedure concorsuali,* in *Dir. e pratica delle società*, 2004, 35; FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809; FIMMANÒ, *La liquidazione delle cellule destinate alla luce della riforma del diritto fallimentare,* in *Società*, 2006, 157 ss. Come noto, tale scelta legislativa risulta altresì confermata dalla novella di cui al Codice della crisi di impresa (*sub* art. 262, comma 2, d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) che ripropone il testo della abroganda legge fallimentare. Resta che, seppure difetti un esplicito rinvio al principio equitativo della *par condicio creditorum*, proprio di una liquidazione concorsuale, non manca chi riconosce la natura concorsuale – seppure sotto il profilo sostanziale e non formale – della procedura liquidatoria dei patrimoni civilistici; v. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008, 285; ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2014, 395; ID., *I patrimoni ed i finanziamenti destinati a specifici affari,* in *Operazioni straordinarie, Patrimoni destinati. Liquidazione ed estinzione*, Milano, 2020, 434; PASQUARIELLO F., *sub* art. 2447-*novies*. *Patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Commentario Scialoja-Branca*, 2013, 266; ROSSI, *Liquidazione dei patrimoni destinati e tutela dei creditori particolari tra codice civile e nuove norme di diritto concorsuale*, in *Giur. comm*., 2006, I, 903 ss.

[770] Sotto il profilo procedurale, si tratta di un procedimento in camera di consiglio azionabile con ricorso su istanza dei creditori o della società di gestione e definito con sentenza. In siffatta ipotesi, la Banca d'Italia procederà alla nomina – quale atto dovuto, come rilevato da BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR*, cit., 6 – dei liquidatori. Questi ultimi rivestano la qualifica di pubblici ufficiali, la cui funzione è quella procedere alle operazioni funzionali alla liquidazione, rispetto alla quale la Banca d'Italia può emanare direttive. Delle operazioni in questione, i liquidatori informano la Banca d'Italia, presentando annualmente una relazione, nonché periodicamente i creditori (e i partecipanti al fondo). Sul punto, v. BONFATTI, *sub* art. 57, cit., 359 ss.

[771] Nel definire i poteri dei liquidatori, l'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., rinvia al precedente comma 3-*bis* (testualmente «la Banca d'Italia nomina uno o più liquidatori che provvedono secondo quanto disposto dal comma 3-*bis*»), il quale definisce i poteri dei commissari liquidatori nell'ambito della procedura di liquidazione coatta amministrativa aperta a carico della società di gestione. Ne discende che troveranno applicazione – rispetto alla procedura di liquidazione dei fondi comuni di investimento – le disposizioni del t.u.b. ivi richiamate, con la conseguenza che, con l'apertura della procedura di liquidazione, si farà rinvio alle disposizioni concernenti gli effetti protettivi propri delle procedure concorsuali (come lo spossessamento o l'inefficacia degli attivi dispositivi compiti dopo l'apertura della procedura *de qua*).

di un generico rinvio operato al precedente comma 3-*bis*[772] della medesima norma, supportassero l'attribuzione del connotato di concorsualità con cui si è definita la procedura di liquidazione dei fondi comuni di investimento.

Con tale obiettivo, v'è chi ha ritenuto altresì plausibile l'applicazione analogica di disposizioni non espressamente richiamate dalla lettera della norma – come quelle che, invece, sono citate dal comma 3 dell'art. 57 t.u.f.[773] – ma che, tuttavia, costituiscono baluardi imprescindibili dell'intero impianto concorsuale e, di conseguenza, delle tutela dei creditori, e ciò allo scopo di integrare l'assetto normativo della procedura in questione[774], rendendolo coerente all'esigenze sottese alla novella del 2012[775].

Ciò, peraltro, pare coerente anche con la recente novella della norma che, in esecuzione alla dir. cd. BRRD II, ha esteso alla liquidazione del fondo talune previsioni dettate con riferimento alla liquidazione coatta amministrativa delle SGR[776], dal che dovrebbe intendersi che i presupposti sottesi alle due procedure siano similari.

---

[772] Il rinvio a tale disposizione non sarebbe quindi – secondo BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR,* cit., 7 – da circoscrivere ai soli poteri dei liquidatori («che provvedono seconda quanto disposto dal comma 3-*bis*»), bensì da riferirsi a tutte quelle norme del t.u.b. che trovano applicazione con riferimento al caso della liquidazione coatta amministrativa delle SGR.

[773] Ci si riferisce, fra le altre, alle disposizioni concernenti gli effetti protettivi sul patrimonio, modalità di liquidazione dell'attivo e accertamento del passivo, nonché alle ulteriori disposizioni richiamate dal comma 3 che, seguendo un'interpretazione letterale, non dovrebbe risultare applicabile alla fattispecie in discorso.

[774] Col fine di far fronte al silenzio legislativo circa la natura e gli effetti che si determinano con l'apertura della procedura di liquidazione "giudiziale" dei fondi comuni di investimento incapienti, taluni hanno ritenuto applicabile alla fattispecie in discorso disposizioni che, seppure non espressamente richiamate dalla lettera della disposizione, consentirebbero di ricondurre la procedura in questione nell'ambito della categoria delle procedure concorsuali, rendendo così la stessa destinataria dell'intero impianto normativo applicabile in simile casi a prescindere da espressi richiami testuali. Così CARRIÈRE, *Fondi comuni di investimento,* cit., 624 s., il quale ritiene plausibile l'applicazione anche delle disposizioni richiamate dal comma 3 dell'art. 57 – norma a cui, tuttavia, il comma 6-*bis* non rinvia – e ciò al fine di pervenire a definire «una disciplina concorsuale esaustiva ed efficace». Invero, le modifiche apportate all'art. 57, comma 6-*bis*, nonché l'introduzione del seguente comma 6-*bis*.1, a opera del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 193, in attuazione della direttiva BRRD II, avvalorano la qualificazione della procedura liquidatoria dei fondi in termini di concorsualità.

[775] Come chiarito dalla Relazione illustrativa al d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47,10, l'esigenza era quella di limitare gli effetti deleteri scaturenti dalla condizione di incapienza del fondo al solo patrimonio in questione, senza che tale condizione pregiudicasse altri comparti o la stessa società di gestione, consentendo al contempo di tutelare – per il tramite di una procedura di matrice concorsuale – la posizione dei creditori coinvolti.

[776] Nello specifico, l'art. 57 si arricchisce di un ulteriore comma che, in parte, traspone il contenuto precettivo del comma 6-*bis* e, in parte, contempla previsioni nuove che concernono, per un verso i rapporti patrimoniali tra la SGR e il fondo, per il caso in cui la prima abbia messo a disposizione delle somme per la gestione della procedura, allorché il fondo non ne abbia a sufficienza, per altro verso, invece, rinviano alla disciplina dettata dall'art. 92-*bis* t.u.b., per il caso in cui la SGR sia sottoposta a liquidazione coatta amministrativa e sia priva di risorse liquide o queste sono stimate dai commissari insufficienti a soddisfare le spese e le indennità (sul punto, cfr. BONFATTI, *sub* art. 92-*bis*, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 492 ss.).

7. La gestione dell'incapienza di un ELTIF: (i limiti all') applicabilità della disciplina nazionale

Da quanto sopra esposto circa la procedura domestica di liquidazione concorsuale dei fondi comuni di investimento emerge, con tutta evidenza, come essa sia preordinata a consentire un soddisfacimento – seppure parziale – dei creditori, nel rispetto della *par condicio creditorum*, mediante il compimento di un *iter* liquidatorio volto a dismettere, sotto l'egida dell'autorità giudiziaria, il capitale del fondo che versi in uno stato di incapienza.

In siffatto contesto, come si è avuto modo di rilevare[777], la tutela dell'investitore è pretermessa e ciò dipende dall'inquadramento giuridico del rapporto intercorrente tra partecipante e organismo.

Fermo ciò, giova ribadire in questa sede come nel Regolamento in discorso il legislatore europeo non abbia preso in esame l'eventuale *agere* patologico dell'ELTIF, ponendo l'attenzione unicamente su ipotesi di gestione *in bonis* dell'organismo e disciplinando *in limine* – seppure in termini non esaustivi[778] – il caso in cui le richieste di *redemption* degli investitori non siano soddisfatte nel termine di un anno dalla proposizione delle stesse e si debba quindi procedere con la liquidazione del veicolo, senza nulla dire circa le cause sottese al mancato rimborso.

Invero, la circostanza che le istituzioni europee abbiano inteso disciplinare, in modo cogente per tutti i Paesi membri, la fattispecie dei fondi di investimento a lungo termine, nell'intento di garantire un elevato grado di uniformità normativa che possa costituire un significativo passo in avanti nella costruzione della cd. *Capital Market Union*[779], fa degli ELTIF una fattispecie per così dire "autonoma"[780] – sotto il solo profilo normativo – rispetto alle altre fattispecie oggetto di regolamentazione comunitaria. Ciò, nel senso che il legislatore, definendo in modo vincolante il profilo del prodotto – e non già della mera

[777] V. *supra* parag. 6.

[778] Le lacune normative riscontrate con riferimento alla disciplina della liquidazione dell'ELTIF hanno indotto chi scrive a prospettare possibili soluzioni interpretative volte a far fronte al *deficit* di esaustività regolamentare riscontrato nell'analisi della fattispecie. Ci si limita quindi a rinviare alle considerazioni sopra svolte tanto con riguardo alla liquidazione *post* conclusione del ciclo di vita del fondo, quanto all'ipotesi di liquidazione azionata dagli investitori insoddisfatti nella *redemption*, rispettivamente, *sub* parag. 4.1 e parag. 4.2.4.

[779] Sul punto, v. *supra* parte II, cap. I, parag. 1.

[780] Con ciò non si intende che gli organismi in questione costituiscono un nuovo *genus* di fondi di investimento; piuttosto, vuole rilevarsi come la disciplina normativa dettata finisca per conformare una *species* ben definita di veicoli di investimento di matrice europea – sempre riconducile alla più ampia categoria dei FIA – che si differenzia rispetto ad altre poiché si giova di una regolamentazione di prodotto funzionale alla creazione di un mercato paneuropeo. V. *supra* parte II, cap. I, parag. 5.

gestione, come avvenuto con la dir. AIFM – ha conformato un veicolo che per i suoi connotati possa essere liberamente commercializzato nei Paesi membri, favorendo così un vantaggio significativo per l'economia europea.

Se, come detto[781], l'intento regolamentare sotteso alla disciplina *de qua* è quello di accrescere il grado di certezza giuridica – al fine di rafforzare la fiducia degli investitori, altrimenti minata dalle differenze di disciplina tra i deversi ordinamenti dell'Unione[782] – non può non considerarsi come l'assenza di un'esplicita previsione delle modalità di gestione di un'eventuale incapienza dell'ELTIF possa – seppure in astratto – compromettere quell'esigenza di uniformità normativa cui le istituzioni europee aspirano. In altri termini, la mancanza di una disciplina comunitaria dell'ipotesi di incapienza del fondo in questione non può che dare l'abbrivio, come detto, all'applicazione della regolamentazione nazionale vigente in materia[783], con l'effetto di generare una diversa gestione della condizione di incapienza a seconda dell'ordinamento cui sia riconducibile il prodotto in questione.

Sotto il profilo soggettivo, la qualificazione degli ELTIF, quali fondi di investimento a lungo temine, rende plausibile l'applicazione della disciplina dettata dall'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f. agli OICR contrattuali domestici che si fregino del *label* ELTIF, allorquando – con riferimento al profilo oggettivo di applicazione della disciplina – «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»[784].

A prescindere dai connotati precipui del prodotto in questione, applicando estensivamente le disposizioni nazionali in tema di liquidazione "giudiziale" dei fondi, rimarrà che – difettando nel Regolamento una seppure minima disciplina della materia – tanto le

---

[781] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 5.

[782] V. Considerando n. 5, Regolamento.

[783] Si intende che verrà a essere applicata la disciplina dell'ordinamento di "appartenenza" dell'ELTIF e sempre che vi sia una regolamentazione specifica dello stato di incapienza dei fondi comuni di investimento, con rischio – in caso contrario – di vuoti normativi in taluni ordinamenti.

[784] Sul punto, v. *supra* parag. 6. Rispetto al requisito oggettivo dell'incapienza del fondo, l'assenza di una disciplina comunitaria comporta che non vi sia uniformità circa le condizioni – economico-patrimoniali – che legittimino il ricorso a una procedura di carattere concorsuale. Il riferimento all'impossibilità di soddisfare le obbligazioni assunte dal fondo con le attività del fondo è infatti di matrice domestica e risente, come è evidente, della concezione nazionale dello stato di insolvenza o di crisi. Che tali concetti risentano delle attribuzioni semantiche nazionali – frutto delle elaborazioni dottrinarie e giurisprudenziale stratificatesi nel tempo – lo dimostra la stessa Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza), la quale all'art. 2, parag. 2, sancisce *claris verbis* come, fra gli altri, per i concetti di insolvenza e probabilità di insolvenza valgano le definizioni dettate dal diritto nazionale.

condizioni oggettive di accesso alla procedura, quanto la gestione della liquidazione in discorso, seguiranno i dettami posti dall'art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f. Ciò vale altresì con riferimento al profilo della legittimazione ad agire che, come detto, nella regolamentazione nazionale, è rimessa ai creditori del fondo e alla società cui competa la gestione del prodotto, mentre è preclusa una simile iniziativa ai partecipanti, i quali subiranno gli effetti della liquidazione concorsuale promossa.

Se il quesito anzitempo posto[785] era quello di comprendere se il potere di agire per la liquidazione dell'ELTIF, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, fosse da intendere solo come possibilità di cagionare una dismissione volontaria del prodotto o anche concorsuale, pare possa dirsi che, stante il silenzio del regolatore europeo con riguardo ai profili dell'incapienza e l'assenza nell'ordinamento italiano di un diritto dei partecipanti di agire per la liquidazione concorsuale del fondo, la richiesta di liquidazione da parte degli investitori debba quindi necessariamente ritenersi circoscritta alla sola modalità ordinaria.

Ma, se, per un verso, il dato regolamentare non consente di attribuire alla liquidazione del prodotto una portata altra rispetto a quello che segua modalità di svolgimento ordinarie e, per altro verso, la disciplina domestica *ex* art. 57, comma 6-*bis*, t.u.f., non contempla gli investitori tra i soggetti ammessi a chiedere la declaratoria di apertura della procedura in discorso, si pone quindi il problema di comprendere se e fino a che punto il potere attribuito a questi ultimi di agire per la liquidazione dell'ELTIF in caso di mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso – sia essa anticipata o meno – possa, in concreto, rappresentare un efficace strumento di reazione per coloro che non hanno ottenuto il rimborso quesito.

Non v'è dubbio, dunque, che l'indagine concerna i soli casi in cui la mancata *redemption* dipenda da uno stato di incapienza dell'ELTIF che impedisca allo stesso di far fronte alla richiesta degli investitori. In simili circostanze, l'eventuale richiesta di liquidazione promossa da questi ultimi, ai sensi dell'art. 18, parag. 4, Regolamento, non potrà che "soccombere" innanzi all'iniziativa del gestore o dei creditori del fondo che abbiamo agito per la liquidazione "giudiziale" del prodotto, posto che la condizione di incapienza dell'ELTIF legittimerebbe l'apertura di una procedura concorsuale a carico dello stesso,

[785] V. *supra* parag. 5.

allo scopo di tutelare le esigenze creditorie dei soggetti nei cui confronti il prodotto ha contratto debito[786].

Se la *ratio* sottesa alla previsione di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento, sta nell'attribuire agli investitori uno strumento di tutela per il caso di mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso, siffatto potere finirebbe per essere frustrato allorché l'omesso soddisfacimento della domanda di *redemption* dipenda da uno *status* di incapacità di adempiere in cui versa il prodotto rispetto al quale nessun potere di intervento potrebbe, allo stato, essere riconosciuto agli investitori.

Ciò che si intende è che, seppure la lettera della disposizione paia sottendere quale unico presupposto la condizione oggettiva del mancato soddisfacimento del rimborso, l'effettivo esercizio del potere di agire per la liquidazione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento è intrinsecamente subordinato alla verifica della capienza dell'organismo la quale risulta essere condizione per la fruttuosa esperibilità della liquidazione *de qua.*

Ma, allorché il fondo in discorso versi in una condizione di incapienza, il tema che si pone non sta solo nell'impossibilità per gli investitori di avviare una liquidazione concorsuale[787], ma piuttosto negli effetti che l'assenza di un'unitaria regolamentazione dell'*agere* patologico dell'ELTIF produce sul mercato in cui lo stesso opera – in teoria intracomunitario – ancor più con riguardo al profilo della certezza giuridica degli investitori[788], i quali non potranno che soggiacere alle discipline normative del Paese membro cui è riconducibile il prodotto in discorso[789].

Ciò dovrebbe indurre il regolatore europeo, in un'ottica di riforma del testo normativo[790], a fruire della previsione *ex* art. 18, parag. 4, per introdurre una seppur minima disciplina

[786] Né potrebbe pervenirsi a una diversa conclusione per il tramite di pattuizioni contenute nel regolamento dell'ELTIF. Allorché, infatti, l'art. 18, parag. 1, Regolamento, rimette agli atti istitutivi del prodotto in questione l'indicazione delle procedure di liquidazione delle attività del fondo, non v'è dubbio che intenda riferirsi a un *iter* di dismissione ordinaria e non già a procedure di carattere concorsuale, le quali non possono, di certo, essere rimesse alla libertà negoziale o gestoria delle parti coinvolte.

[787] Si rileva, tuttavia, come una simile indagine delle modalità di gestione dell'eventuale incapienza del fondo sia condotta "sotto la lente" delle disposizioni vigenti nell'ordinamento domestico. A diverse conclusioni potrebbe pervenirsi in applicazione di normative nazionali di Paesi dell'Unione altri, le quali potrebbero, per converso, attribuire un ruolo attivo agli investitori o, a ogni modo, regolare in modo differente la gestione dell'incapienza dei prodotti di investimento di matrice contrattuali, determinando così soluzioni interpretative e applicative ben diverse rispetto a quelle sinora prospettate con evidenti ricadute sul piano della certezza del diritto per i partecipanti all'ELTIF.

[788] Ci si riferisce non solo al ruolo attribuito agli investitori o alle possibilità di un loro soddisfacimento, ma altresì agli effetti dell'apertura della liquidazione concorsuale tanto per il fondo stesso, quanto per il gestore e per i creditori del veicolo.

[789] Questione che si profilerebbe anche rispetto alla possibile prevenzione e gestione della condizione di crisi del prodotto finalizzata a scongiurare il ricorso a una procedura liquidatoria di matrice concorsuale.

[790] Potrebbe, in tal senso, fruirsi della consultazione pubblica avviata dalla Commissione europea al fine di definire la portata necessaria degli interventi di riforma del Regolamento.

della patologia della fattispecie, allo scopo di implementare la regolamentazione del prodotto accrescendo la vocazione europea dello stesso.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

All'esito della disamina sopra svolta, pare possa sostenersi che le potenzialità dello strumento in discorso siano in qualche modo adombrate da talune scelte (o, per converso, mancate scelte) di politica legislativa che si riflettono sulla funzionalità del prodotto e sull'attrattività dello stesso, come in parte dimostrato dal "timido" successo che il fondo *de quo* ha riscontrato nei mercati nel suo primo lustro di "vita".

Come di sovente accade, la prassi operativa costituisce la "cartina di tornasole" dei dubbi interpretativi che possono eventualmente sorgere dall'analisi del dato normativo; ma, al di là dei profili critici che potranno concretamente emergere, v'è che l'occasione della futura riforma del Regolamento – sollecitata dalla Commissione europea anche alla luce della recente crisi economica di matrice pandemica – induce a riflettere sin d'ora sul margine di migliorabilità della disciplina degli ELTIF, affinché essi possano costituire, fra gli altri, il "volano" della ripresa economica europea.

Con tale obiettivo, il tentativo di chi scrive è stato quello di riflettere sulle regole, verificando la stabilità[791] delle stesse, poiché essa costituisce la precondizione ineludibile per il raggiungimento dell'obiettivo sotteso all'introduzione della fattispecie, ovvero agevolare la crescita economica europea secondo i canoni dell'inclusività e della sostenibilità.

L'analisi critica che si è tentato di condurre pare rilevare l'esigenza di interventi sulla disciplina degli ELTIF che seguano due differenti direttrici: per un verso, un "alleggerimento" di taluni schemi normativi vocato a consentire una più snella operatività del prodotto *de quo*; per altro verso, un ampliamento del regime di armonizzazione e una miglior specificazione di talune disposizioni del Regolamento, sì che possa concretamente garantirsi l'uniformità delle regole e la loro stabilità.

Ora, sotto il primo profilo pare possano ricondursi le osservazioni sopra formulate in punto di autorizzazione alla gestione e di politica di investimento[792]. Nello specifico, infatti, con riferimento alla fase istitutiva, stante la tassatività dei requisiti – almeno questo pare intendersi dal dato normativo – per il rilascio dell'autorizzazione, si sono palesati dei dubbi in relazione all'opportunità di bipartire il procedimento tra

[791] Nel senso che, secondo chi scrive, è opportuno che l'indagine esegetica si ponga anche il fine di verificare l'idoneità della prescrizione al raggiungimento dello scopo, nonché la capacità della stessa di supportare funzionalità fisiologiche o meno della fattispecie.

[792] Nello specifico, ci si riferisce, rispettivamente, a quanto esposto *supra sub* parte II, cap. I, parag. 2.1. e 4.1. s.

autorizzazione all'istituzione dell'ELTIF e autorizzazione alla gestione dello stesso. Se, come detto, quanto al prodotto, la necessità di un vaglio autorizzativo *ad hoc* è giustificabile in ragione della peculiarità del veicolo in questione, nonché a cagione dell'assenza di armonizzazione con riferimento ai fondi alternativi, lo stesso non può dirsi con riguardo al gestore, già soggetto ad autorizzazione ai sensi della dir. AIFM e per il quale – a parere di chi scrive – dovrebbe non essere necessario una reiterazione del *placet* già ottenuto[793].

Del resto, la stretta interdipendenza tra dir. AIFM e Regolamento – riconducibile, secondo il legislatore, a un rapporto di genere a specie – dovrebbe indurre a ritenere sufficiente l'autorizzazione alla gestione rilasciata ai sensi della direttiva anche allorquando il GEFIA debba gestire un ELTIF e ciò, peraltro, sarebbe in linea con l'inquadramento tassonomico sopra esposto secondo cui l'ELTIF non costituisce un tipo a sé stante ma, piuttosto, una *species* del *genus* FIA[794].

Al contempo, se gli intenti sottesi alla creazione del veicolo in questione risiedono nel favorire la crescita europea – per il tramite di investimenti transfrontalieri a vantaggio dell'economia reale – e nel costituire altresì canali di finanziamento alternativi al tradizionale *leverage* bancario in favore delle PMI, parrebbe auspicabile, per chi scrive, una ridefinizione delle politiche di investimento e, conseguentemente, dei limiti imposti alla composizione del portafoglio dell'ELTIF. Ciò in quanto non è necessariamente detto che il perseguimento dei suddetti obiettivi debba avvenire per il tramite di regole che impongano una rigida perimetrazione quali-quantitativa degli investimenti ammissibili così come, allo stato attuale, è imposto dal Regolamento[795]. In altri termini, il primo intervento riformatore dovrebbe concernere i limiti imposti all'investimento in prodotti similari all'ELTIF (come altri ELTIF, piuttosto che EuVECA o EuSEF), in quanto l'elisione della tetto massimo di investimento permetterebbe ai fondi in questione di

[793] In altri termini, la dir. AIFM rappresenterebbe la cornice normativa di riferimento per i profili che attengono alla gestione dei fondi alternativi, fatte salve le eventuali e ulteriori prescrizioni che scaturiscono dalla specifica disciplina del prodotto. E ciò, invero, dovrebbe valere a prescindere dagli ELTIF, allorché si tratti di gestione di prodotti comunitari riconducibili al *genus* dei FIA.

[794] Ci si riferisce a quanto si è avuto modo di rilevare *supra* parte II, cap. I, parag. 5. Invero, la semplificazione del procedimento autorizzativo è ammessa nel solo caso in cui l'autorità competente dell'ELTIF sia la medesima autorità competente del GEFIA UE che ha avanzato la domanda di autorizzazione, circostanza che quindi legittima, ai sensi dell'art. 5, parag. 2, Regolamento, che l'*authority* faccia riferimento alla documentazione già trasmessa nella fase autorizzativa di cui alla dir. AIFM.

[795] Limiti quantitativi e qualitativi devono, evidentemente sussistere, allorché si intenda dettare una regolamentazione del prodotto. Rimane che le stringenti regole prescritte con riferimento agli ELTIF, in relazione alla politica di investimento e alla composizione del portafoglio, possono in ultimo costituire un ostacolo – superabile con talune modificazioni – alla diffusione del prodotto in questione.

favorire orizzontalmente la circolazione dei capitali e di accrescere la credibilità di simili veicoli che, pur nella loro diversità, paiono garantire il perseguimento di omogenee finalità, stante altresì la coerenza delle regole dettate per ciascuno di essi in merito alla diversificazione del portafoglio. Al contempo, una dimostrazione di fiducia delle istituzioni nei riguardi dell'ELTIF – quale misura idonea ad agevolare la costruzione della cd. CMU – non può che passare per l'eliminazione delle barriere all'ingresso poste a carico degli investitori che, pur essendo meno disincentivanti rispetto all'impostazione normativa prescritta per gli EuVECA ed EuSEF[796], permangono nel Regolamento, finendo così per scoraggiare la *retail class*.

Orbene, la tutela degli investitori, specie al dettaglio, non dovrebbe essere garantita tanto da limiti quantitativi all'investimento, ma piuttosto dalla definizione di regole che assicurino una corretta e proporzionata informazione[797] all'investitore sull'assumendo rischio e, al contempo, attribuiscano allo stesso una concreta possibilità di *exit* allorquando l'alea insita nell'investimento in questione non sia più da questi ultimi tollerabile.

Su tale solco, si pongono quindi le osservazioni sopra esposte[798] concernenti l'opportunità di un ampliamento della percentuale di impiego del capitale dell'ELTIF in attività UCTIS *compliance* che, senza alterare i tratti fisiognomici del prodotto, consentirebbe a quest'ultimo di disporre in modo più significativo di un *buffer* di liquidità a vantaggio di eventuali richieste di *early redemption*.

Invero, come detto, il *punctum dolens* della disciplina risiede proprio nelle regole di "redimibilità" della quota, rispetto alle quali ogni sforzo esegetico dell'interprete si scontra con i limiti scaturenti da una disciplina, sotto taluni aspetti, lacunosa.

L'ampliamento del *range* di attività prontamente liquidabili[799], come anche la possibilità di disporre dei possibili capitali disinvestiti anticipatamente da parte del gestore – ai sensi

---

[796] V. *supra* parte I, cap. I, parag. 6.

[797] Il che darebbe l'aire a indagini circa l'adeguatezza, in generale, dell'informativa finanziaria dell'investitore il quale dovrebbe essere messo nelle condizioni, non solo formali, di essere consapevole dei rischi che l'impiego del capitale in un simile fondo comporta. Invero, il tema è stato – *in limine* e per quanto funzionale alla presente trattazione – affrontato laddove si è fatto riferimento ai presidi normativi adottati dal Regolamento ai fini della commercializzazione del prodotto in questione alla *retail class* (v. *supra* parte II, cap. II, parag. 2.2. e 2.2.1). Sul punto, cfr. anche ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity*, cit., 219, il quale riflette – in generale, con riferimento alla categoria dei fondi di *private equity* – sull'opportunità di meglio coordinare i vari obiettivi di raccolta di capitale, di supporto alle imprese e di tutela degli investitori, pur senza far venir meno i dovuti presidi di tutela.

[798] V. *supra* parte II, cap. I, parag. 4.1., nonché cap. III, parag. 4.2.1.

[799] In tale contesto si pongono altresì le considerazioni sopra svolte con riferimento all'opportunità di consentire all'ELTIF in questione di disporre, a vantaggio di richieste di rimborso anticipato, dell'intera

dell'art. 22, parag. 3, Regolamento – a vantaggio di richieste di rimborso anticipato[800], sono in un'ottica *de iure conden*do elementi che potrebbero concretamente fondare l'eventuale pretesa degli investitori di accedere a rimborsi anticipati e, conseguentemente, accrescere l'*appeal* del prodotto tra coloro che vedono nell'orizzonte temporale di lungo periodo più che un'occasione un rischio da scongiurare.

Con ciò non si intende di certo sollecitare il legislatore comunitario a un *revirement* normativo che, evidentemente, snaturerebbe l'essenza del veicolo – come dimostrato dallo stesso *nomen iuris* della fattispecie – quanto piuttosto porre l'attenzione sull'opportunità di assumere – per così dire – un "approccio caleidoscopico"[801], nell'auspicio che, osservando la "realtà" da una diversa angolazione, si rintraccino in essa nuove possibilità.

Seguendo tale approccio potrebbe quindi individuarsi negli ELTIF un'occasione concreta per valutare prospettive che solo apparentemente potrebbero sembrare contrastanti tra loro. In altri termini, la demonizzazione dello *short-term*, a cui – quasi fosse un antidoto – si è contrapposta la dimensione del *long-term* potrebbe non costituire l'unica soluzione al conseguimento degli obiettivi di crescita «intelligente, sostenibile e inclusiva». Piuttosto, le scelte di compromesso – cui peraltro il Regolamento pare, in parte, cedere nella sua versione definitiva rispetto alla prima proposta avanzata dalla Commissione[802] – palesano che un bilanciamento tra esigenze di illiquidità e di liquidità deve essere rintracciato e garantito agli investitori, specie se si crede nelle potenzialità – ancora poco esplorate – degli ELTIF.

---

percentuale di attività liquide che il veicolo è ammesso a detenere nel suo portafoglio, per lo meno nel caso in cui il test sui rischi di liquidità – prescritti dall'art. 18, parag. 2, lett. b), Regolamento – dia esito positivo, e non già come è invece previsto dall'art. 18, parag. 2, lett. d), Regolamento che ammette la devoluzione di una sola percentuale delle attività "liquide" al soddisfacimento delle richieste di rimborso presentate in via anticipata dagli investitori. V. *supra* cap. III, parag. 4.2.1.

[800] Ci si riferisce a quanto sopra esposto *sub* parte I, cap. II, parag. 4.

[801] Come noto, Rosabeth Moss Kanter, docente presso la *Harvard Business School* e direttrice della *Harvard University Advanced Leadership Initiative*, è stata la prima a parlare di "pensiero caleidoscopico", sostenendo che «*a kaleidoscope is a device for seeing patterns. They're made up of a set of fragments, but it's a flexible set of fragments, so that if you twist it or look at it from a different angle you can see a different pattern. So, in fact, it's not reality that it is fixed, it's often our view of reality. And orthodoxy or conventional wisdom makes the pattern look much too rigid. Leaders have to shake people out of their orthodoxy and get them to see that a new pattern is possible. So it's all about seeing new possibilities*»; cfr. BERNHUT, *In conversation: Rosabeth Moss Kanter*, in *Ivey business journal,* marzo-aprile 2006.

[802] Comparando la prima proposta di Regolamento avanzata dalla Commissione, rispetto a quella poi approvata dal Parlamento europeo e dal Consiglio, risulta evidente il cambio di prospettiva, sol che si consideri che nella prima versione – v. *supra* parte II, cap. III, parag. 4 – il rimborso degli investitori era inderogabilmente ammesso solo dopo a conclusione del ciclo di vita del fondo, mentre nella versione definitiva il Regolamento apre a ipotesi di *early redemption*, seppure al ricorrere di specifiche condizioni.

La possibilità di conformare il prodotto in questione in termini di fondo ibrido – allorché si positivizzi nel quadro regolamentare un *tertium genus*[803] – potrebbe invero consentire di contemperare tutte le esigenze – sia generali sia particolari – sottese all'investimento, mantenendo una prospettiva temporale di lungo periodo capace di ammettere ipotesi concrete di *exit* anticipata.

In parte, tale finalità è perseguita dal Regolamento che, come visto, "apre" all'*early redemption* degli investitori pur contornando la stessa di specifici prerequisiti che mirano a garantire la stabilità del prodotto e il mantenimento della sua tassonomia in termini di fondo chiuso.

Ma, nell'intento di perseguire l'indagine sulla stabilità delle regole – quale condizione per il successo del veicolo in discorso – si è creduto di rilevare un rischio di compromissione della stessa nella genericità delle prescrizioni che concernono la liquidazione del fondo, specie allorquando essa consegua all'esercizio del potere di cui all'art. 18, parag. 4, Regolamento.

Se, in generale, la disciplina regolamentare della liquidazione dell'ELTIF – ancorché avviata in modo del tutto fisiologico, in conseguenza della conclusione del ciclo di vita del fondo – mostra *ex se* margini di miglior definizione[804], è soprattutto rispetto all'eventuale liquidazione azionata dagli investitori per mancato soddisfacimento del rimborso che emergono i maggiori dubbi applicativi, oltre che interpretativi, che potrebbero, in ultimo, condurre alla generazione di "effetti indesiderati".

Laddove, infatti, si conferisce agli investitori insoddisfatti il potere di cagionare la liquidazione dell'ELTIF – se la loro richiesta non è stata soddisfatta entro un anno dalla richiesta di *redemption* – si genera un *vulnus* regolamentare capace – secondo chi scrive – di minare la stabilità del prodotto e dell'investimento stesso, allorché perlomeno tale potere non sia contornato da ulteriori specificazioni e procedurali e sostanziali.

---

[803] Come detto, infatti, (v. *supra* parte II, cap. III, parag. 4.2.3.), allo stato attuale, non v'è margine per la teorizzazione di prodotti ibridi; ciò, non toglie che nel prosieguo possa indagarsi la "percorribilità" di una simile strada, ove ciò risulti funzionale a consentire una migliore sintesi dell'esigenze in gioco.

[804] Ciò sarebbe finalizzato a garantire un'uniforme operatività del prodotto – anche nella sua fase liquidatoria – in tutti gli Stati membri dell'Unione. Ci si riferisce alle considerazioni che sono state svolte *supra sub* cap. III, parag. 2 e 3, specie con riferimento alle modalità di gestione del prodotto allorquando l'*iter* liquidatorio non sia stato concluso entro alla scadenza del termine di durata del fondo, dal che sarebbe – secondo chi scrive – necessaria una definizione negli atti istitutivi del fondo del regime transeunte in cui verserebbe il prodotto. In un'ottica *de iure condendo*, si è invece avuto modo di rilevare l'opportunità di riconnettere l'estensione del termine di durata del fondo all'esigenza di completare la fase della liquidazione dello stesso, sì che la facoltà di prolungamento della durata non sia rimessa unicamente al regolamento del prodotto ma sia causalmente connessa alla sussistenza di specifiche e concrete esigenze.

Il potere in discorso, infatti, soprattutto allorquando dipenda dal mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso anticipato, rischia di tradursi in una primazia dell'interesse dei singoli rispetto a quello della collettività – si intende sia dei restanti investitori che non si sono avvalsi dell'*early redemption*, sia del mercato in generale – esacerbando le criticità connesse all'illiquidità dell'investimento e determinando un "cortocircuito" operativo che finirebbe per mettere in "crisi" il prodotto stesso.

Ora, l'idea che le istituzioni europee possano positivizzare qualsivoglia aspetto della vita del prodotto – nel suo *agere* sia fisiologico sia patologico – appare forse ambiziosa, piuttosto, ciò che pare auspicabile è la ridefinizione di taluni aspetti critici della regolamentazione dell'ELTIF al fine di consentire allo stesso un'efficace sintesi delle differenti necessità degli attori del mercato e un significativo contributo alla ripresa economica dell'Unione.

Se l'esigenza del mercato risiede nel canalizzare gli investimenti in una prospettiva temporale di lungo periodo ma, al contempo, l'idea di conformare un prodotto che presupponga un *lock up* dei capitali a lungo termine – senza alcuna forma di *exit* anticipata – rischia di compromettere il successo del veicolo in questione, non può tuttavia ammettersi – almeno secondo chi scrive – una disciplina che, nella sua laconicità, possa conferire un aprioristico rilievo alla seconda delle esigenze succitate – e in questo senso andrebbe, per chi scrive, la previsione *ex* art. 18, parag. 4, Regolamento – se non al prezzo di "condannare" già all'insuccesso la diffusione sul mercato degli ELTIF.

La necessità di ammettere ipotesi di rimborsi anticipati agli investitori deve tendere, infatti, a una minimizzazione dell'impatto sia rispetto al valore del fondo, sia nei confronti degli altri investitori, sì da salvaguardare la tanto anelata prospettiva del *long-term*.

Se si osserva in ottica diacronica l'evoluzione della materia della gestione collettiva del risparmio, si rileva un'accelerazione del processo di integrazione comunitaria che, tuttavia, a diversi decenni dal suo *incipit*, non è giunto a compimento. La definizione di regole comuni, cogenti e di uniforme applicazione non è di certo semplice, tuttavia, gli ELTIF – meglio dei precedenti EuSEF ed EuVECA – dimostrano come vi sia spazio per una regolamentazione tutta comunitaria dei prodotti, anche al di fuori del perimetro dei fondi UCTIS. Se gli ELTIF sono a buon diritto fondi europei, pare necessario e imprescindibile che il legislatore comunitario si interroghi su quali possano essere le soluzioni normative da adottare nell'ottica di garantire alla fattispecie la necessaria stabilità per il perseguimento effettivo dei suoi scopi, dal che discende l'opportunità di completare il percorso di armonizzazione del prodotto, valutando soluzioni applicative

che possano permettere un'effettiva fruibilità dello strumento, nell'auspicio che esso possa diventare un modello di riferimento per la regolamentazione di similari FIA di matrice comunitaria.

Bibliografia

AA.VV., *Capital markets union in Europe*, (a cura di) Busch, Avgouleas, Ferrarini, Oxford, 2018;

AA.VV, *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale, Atti della giornata di studio*, Macerata 20 aprile 1999, (a cura di) Morera, Olivieri, Stella Richter, Milano, 2000;

ADAM R., TIZZANO A., *Manuale del diritto dell'Unione Europea*, Torino, 2020;

ADRIA F., *Innovazione finanziaria, «governance» del prodotto e distribuzione,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 641ss.;

ALBERTI J., *Delegation of powers to EU agencies after the short selling ruling*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2015, 2, 451 ss.;

ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI. Quaderni giuridici Consob*, 2018, 9 ss.;

ALVARO S., VALIANTE D., *La tutela costituzionale del risparmio alla luce del diritto europeo,* in *Banca impresa e soc*., 2021, 3 ss.;

AMADIO G., *I fondi comuni di investimento: soggetti o oggetto di diritto?*, in *Scritti in memoria di Michele Costantino*, (a cura di) Macario, Addante, Costantino, Napoli, 2019, 39 ss.;

ANDREOLI E., *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria,* Milano, 1998;

ANNUNZIATA F., LAMANDINI M., «*Questo è un nodo avviluppato»: divagazioni sulla regolamentazione del mercato finanziario*, in *Il sistema finanziario europeo. Cosa regolare, come regolare, chi deve regolare*, (a cura di) Cesarini, Beccalli, Bologna, 2021, 89 ss.;

ANNUNZIATA F., *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane,* in *AGE*, 2021, 207 ss.;

ANNUNZIATA F., *MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law*, in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*. *Quaderni di Ricerca giuridica della Banca d'Italia*, (a cura di) D'Ambrosio, Montemaggi, 2020, 21 ss.;

ANNUNZIATA F., SIRI M., *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali,* in *Riv. soc.,* 2020, 572 ss.;

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020;

ANNUNZIATA F., *sub* art. 5, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 87 ss.;

ANNUNZIATA F., *Il "tempo, nella disciplina degli OICR*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 107 ss.;

ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità,* in *Riv. soc*., 2018, 1100 ss.;

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017;

ANNUNZIATA F., *Gli Oicr di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 337 ss.;

ANNUNZIATA F., *La nuova nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio: un incompiuto tentativo di tipizzazione?*, in *Prospettive e limiti dell'autonomia privata. Studi in onore di Giorgio De Nova,* (a cura di) Gitti, Delfini, Maffeis, Milano, 2015, 129 ss.;

ANNUNZIATA F., *La gestione collettiva del risparmio,* in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società,* (a cura di) Gitti, Maugeri, Notari, Bologna, 2012, 245;

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, (a cura di) Capriglione, Assago, 2010, 453 ss.;

ANNUNZIATA F., *I fondi speculativi,* in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 677 ss.;

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc.*, 2000, 354 ss.;

ANTONUCCI A., *Le società di investimento a capitale variabile,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, (a cura di) Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 99 ss.;

ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc*., 2016, 1094 ss.;

ARGENZIANO R., *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milano, 1952;

ARRIGONI M., *Nesso di causalità e "quantum" del risarcimento nella responsabilità da prospetto,* in *Società*, 2017,1370 ss.;

ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento,* in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) Rescigno, Torino, 1985, vol. 16, 741 ss.;

ASCARELLI T., *Investment trust*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1954, I, 178 ss.;

ASSOGESTIONI, *Commento alla legge 14 agosto 1993, n. 344,* in *Quaderno n. 11.,* 1994;

ASSOGESTIONI, *Eltif, quattro idee per il rilancio*, in *assogestioni.it*, 29 gennaio 2021;

ATHANASSIOU P., *Hedge fund regulation in the European Union. Current trends, and future prospects*, Alphen aan den Rijn, 2009;

AVOLIO C., *sub* art. 114-*quaterdecies*, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 699 ss.;

BARATTELLI A., *Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 15 ss.;

BARCELLONA E., *La gestione collettiva del risparmio a seguito della Direttiva Gefia*, Milano, 2018;

BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento,* in *Quadrimestre*, 1984, 464 ss.;

BARZUZA M., TALLEY E., *Long-Term Bias*, in *Columbia Business Law Rev*., 2020, 107 ss.;

BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. banc*., 2017, 1 ss.;

BASSANINI F., *Financing Long Term Investment after the Crisis: A View from Europe,* in *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, (a cura di) Bolton, Samama, Stiglitz, New York, 2011, 37;

BASSANINI F., REVIGLIO E, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa. La nascita del tema e le prospettive future,* in *Astrid*, 2014;

BATES A., *Loan Origination QIAIFs – Central Bank Consults*, 2014;

BELLEGGIA S., *L'ambito di applicazione della direttiva Mifid II,* in *I servizi di investimento dopo la Mifid II,* (a cura di) Gaffuri, Belleggia, Milano, 2019, 1 ss.;

BELLINI E., *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *Riv. dir. soc*., 2019, 851 ss.;

BELVISO U., *Le cause di liquidazione dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc*., 1992, 1318 ss.;

BERNHUT S., *In conversation: Rosabeth Moss Kanter*, in *Ivey business journal*, marzo-aprile 2006;

BIANCHI B., *sub* art. 5, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 63 ss.;

BIANCHI L. A., *Bilanci, operazioni straordinarie e regolamento dell'impresa*, Milano, 2013;

BODELLINI M., *The European Union Regulation on Marketing of Alternative Investment Funds: Another Step Towards Integration of the European Union Financial Market*, in *Business Law Review* 37, 2016, 208 ss.;

BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili,* in *Giur. it*., 2011, 333 ss.;

BONFATTI S., *La situazione di "crisi" dei Fondi Comuni di investimento (immobiliari) e le conseguenze della scadenza del "Fondo",* in *Riv. dir. banc*., 2018;

BONFATTI S., *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Riv. OdC*, 2018, 28 ss.;

BONFATTI S., *sub* art. 57, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 365 ss.;

BONFATTI S., *sub* art. 92-*bis*, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 492 ss.;

BONFATTI S., *Liquidazione coatta amministrativa delle Sim, delle SGR e delle SICAV*, *Liquidazione coatta amministrativa delle Sim, delle SGR e delle SICAV,* in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali,* (diretto da) Vassalli, Luiso, Gabrielli, Torino, 2014, 1031 ss.;

BONFATTI S., *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR*. *La liquidazione giudiziale del fondo o del comparto insolvente*, in *Riv. dir. banc*., 2013;

BONFATTI S., *La disciplina speciale delle crisi dei soggetti abilitati e degli OICR e il sistema di indennizzo,* in *Il testo unico finanziario*, (diretto da) Cera e Presti, Bologna, 2020, I, 843 ss.;

BONNEAU T., DRUMMOND F., *Droit des marches financiers*, Parigi, 2005;

BORGIOLI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc.,* 1983, 904 ss.;

BRESCIA MORRA C., FURGIUELE L., SPÖGLER L., *Un'analisi comparata delle regole dei principali paesi europei in materia di fondi comuni di investimento,* in *La regolamentazione dei fondi comuni di investimento: una analisi comparata,* (a cura di) Di Giorgio, Stella Richter, in *I Quaderni di Minerva Bancaria*, 2014, 99 ss.;

BROZZETTI A., *Una breve riflessione sul riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob in materia di vigilanza consolidata dopo il recepimento della MiFID,* in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 421 ss.;

BRUNO F., ROZZI A., *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziar*i, in *Giur. comm*., 2008, I, 276 ss.;

BUSSANI A., *Conseguenze della soggettività del fondo immobiliare (passaggio di immobile da fondo a fondo, sostituzione della s.g.r., fusione di fondi),* in *Società,* 1239 ss.;

BUSCH D., *The future of Capital Market Union after Brexit*, in *Riv. OdC*, 2018, 1 ss.;

BUSCH D., *Product governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR,* in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 123 ss.;

CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. civ*., 2012, 219 ss.

CAMMARANO G., *Tutela del risparmio e fondi comuni di investimento,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 1982, I, 504;

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 3. Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, (a cura di) Campobasso M., Torino, 2014;

CANDIAN A. D., *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici,* in *Giur. comm.*, 1998, I, 158 ss.;

CAPOTORTI F., *Corso di diritto internazionale*, Milano, 1995;

CAPOBIANCO E., LONGOBUCCO F., *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari,* in *Contr. impr.*, 2011, 1142 ss.;

CAPPABIANCA M., *La regolamentazione prudenziale degli organismi di investimento collettivo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 468 ss.;

CAPRIGLIONE F., *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale,* in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Capriglione, Padova, 2019, 83 ss.

CAPRIGLIONE F., *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra le aspettative degli investitori e realtà normativa),* in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 171 ss.;

CARBONE V., *Organismi di investimento collettivo del risparmio,* in *NLCC,* 1993, 146 ss.;

CARRIÈRE P., *Problemi aperti di* fund governance *dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc*., 2011, 41 ss.;

CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività e alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf*, in *Riv. soc*., 2014, 449 ss.;

CARRIÈRE P., *La "crisi" dei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività,* in *Riv. dir. soc.*, 2014, 256 ss.;

CARRIÈRE P., *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa,* in *Fall.,* 2014, 619;

CARRIÈRE P., *Il difficile coordinamento della disciplina societaria primaria della SICAF con la disciplina societaria della società per azioni di diritto comune e della SICAV: proposta per una ricomposizione ermeneutica del quadro normativo della gestione collettiva del risparmio ad opera della normativa secondaria demandata a Banca d'Itali*a. *Risposta Consultazione pubblica: «iii) "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità)»*, in *www.bancaditalia.it*, agosto 2014;

CARRIÈRE P., *Il problematico inquadramento delle «*investment companies*» nel vigente quadro normativo del mercato finanziario,* in *Riv. soc.,* 2007, 1084 ss.;

CARRIÈRE P., *L'ambito applicativo della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio: ricostruzione critica,* in *Riv. soc.,* 2005, 1115 ss.;

CARRIERO G., *Fondi immobiliari chiusi,* in *Contr. impr.,* 1995, 865 ss.;

CARRIERO G., *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi,* Roma, 1994;

CASCINELLI F., SASSO F. P., *Il Regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il D. Lgs. 224/2016,* in *Diritto Bancario*, aprile 2017;

CASELLA P., *Fondi «chiusi»: la responsabilità del gestore… e la responsabilità del legislatore?,* in *Giur. comm.,* 1994, I, 570 ss.;

CASELLA P., RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale,* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1991, 210 ss.;

CASSESE S., *La nuova architettura finanziaria europea,* in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, marzo 2014, 19;

CASTELLANO G., *Per una qualificazione dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc*., 1969, 1150 ss.;

CAVANNA M., *Fondi comuni di investimento e SICAV,* in *Trattato di diritto privat*o, (diretto da) Rescigno, Torino, 2008, vol. 16, 3 ss.;

CAVALLO S., *I nuovi fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF),* in *Dir. banc.,* giugno 2015;

CAVEZZALI E., GARDENAL G., RIGONI U., *Alfabetizzazione finanziaria e «*asset allocation*» dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *AGE,* 2012, 107 ss.;

CHAMON M., *EU Agencies between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea,* in *Common Law Rev*., 2011, 1059 ss.;

CHIAPPETTA F., *Fondi chiusi. La legge n. 344 del 1993 e relative disposizioni attuative. Una analisi sistematica,* in *Riv. soc.,* 1997, 996 ss.;

CIAMPI F., *Patrimoni e finanziamenti destinati in rapporto con le regole del concorso fallimentare,* in *Società*, 2004, 1212 ss.;

CIAN M., *I Fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2017, I, 293 ss.;

CICCHINELLI S., *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento,* in *Corr. giur.,* 2016*,* 832 ss.;

CICCHINELLI S., *Debito e responsabilità nella disciplina sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.,* 2014, 589;

CICCHINELLI S., *La fattispecie della responsabilità da prospetto informativo. Problemi e prospettive,* in *Riv. dir. soc.*, 2014, II, 216 ss.;

CICIANI R., VENEZIANO D., GARIBOLDI D., *I fondi comuni di investimento a lungo termine*, in, *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 402;

CISOTTA R., LUGATO, M. *sub* art. 56 TFUE, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 748 ss.;

CLARKE B., WHITE M., *Regulation of AIFMs and AIFs in Ireland,* in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, 2020, 911 ss.;

COLANTUONI V., *La commercializzazione di quote o azioni di FIA*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 608 ss.;

COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. priv*., 2005, 615 ss.;

COLEART V., *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?* in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 2, 203 ss.;

COLAERT V., *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach, in Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 589 ss.;

COLOMBO G. E., *Alcuni aspetti dei rapporti contrattuali relativi ai fondi di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1969, 1163;

COLOMBO G. E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei,* Padova, 1967, 251 ss.;

CONTALDI G., *sub* art. 49 TFUE, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 719 ss.;

COPPOLA T., *sub* artt. 36-37, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 267 ss.;

CORNISH M., MASON I., *International Guide To Hedge Funds Regulation*, London, 2009;

CORSO S., *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire,* in *Giur. comm.,* 2016, II, 619 ss.;

COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 567 ss.;

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020;

COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare,* in *Trattato di diritto commerciale*, (diretto da) Cottino, Padova, 2004;

COSTI R., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento,* in *Riv. soc.*, 2000, 354 ss.;

COSTI R., *Autonomia e responsabilità della società di gestione*, in *Diritto dell'economia*, 1988, 223 ss.;

COSTI R., *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi,* in *Banca, borsa, tit. cred.,* 1984, I, 288 ss.;

COSTI R., *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi,* in *I fondi comuni di investimento*, (a cura di) Jager, Casella, Milano, 1984, 81 ss.;

COSTI R., *La banca nella disciplina dei fondi comuni prevista dal disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1185;

COSTI R., *La struttura dei fondi di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. soc.*, 1968, 242 ss.;

CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 1963, I, 383 ss.;

CUGNASCO R., *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.;

CUONZO R., *sub* art. 84, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Costi, Vella, Milano-Padova, 2019, 439 ss.;

D'AGOSTINO G., *Evoluzione del quadro normativo europeo sugli "strumenti di finanziamento alla crescita*, in *Finanziare l'economia in tempo di crisi: le risposte dei mercati, il ruolo degli intermediari, gli orientamenti delle autorità*, Perugia, 22 marzo 2014, 49 ss.;

D'AIELLO G.M., *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2020, II, 733;

D'AMATO M., *Su alcuni aspetti giuridici ed economico-estimativi dei fondi chiusi immobiliari,* in *Riv. giur. edilizia*, 1996, 107 ss.;

D'APICE R., *Il fondo speculativo: il quadro normativo di riferimento,* in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Roma, 2000, 314 ss.;

DE BELLIS M., *I poteri di interventi dell'Esma sulle vendite allo scoperto*, in *Giorn. Dir. Amm*., 2014, 689 ss.;

DE LUCA N., *Società di Gestione del Risparmio e fondi comuni: appunti sulla legittimazione processuale,* in *Riv. dir. process*., 2020, 1049 ss.;

DE GIOIA CARABELLESE P., *The New Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of European Capital Markets*, in *Osservatorio del diritto civ. e comm*., 2019, 407 ss.;

DELLA NEGRA F., *MiFID II and private law: enforcing EU conduct of business rules*, Oxford, 2019;

DELVAUX B., *Les sociétés d'investissement du type ouvert au Grand – Duché de Luxembourg,* in *Riv. soc*., 1961, 506 ss.;

DE MARCHI G., *L'impresa di investimento mobiliare (Investment trust),* in *Riv. dir. comm*., 1954, I, 417;

DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Riv. Odc.*, 2019, 615 ss.;

DE PASQUALE P., PALLOTTA O., *sub* art. 114, in *Trattati dell'Unione europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, 2014, 162 ss.;

DE PONTI U., *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1983;

DE SENSI V., *Patrimoni destinati: l'impatto sulle procedure concorsuali,* in *Dir. e pratica delle società*, 2004, 35;

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. merc. fin*., 2004, 105 ss.;

DEVESCOVI F., *Fondi comuni di investimento: nuove responsabilità per gli amministratori?,* in *Giur. comm*., 1983, I, 5 ss.;

DI BRINA L., *Separazione patrimoniale e circolazione dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2014, 104 ss.;

DI CHIO G., *Appunti su MiFID II e MiFIR: un nuovo contesto di riferimento?,* in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2019, 865 ss.;

DOTTI V., *"*Sociétés d'investissement*" e "*Fonds communs*" in Francia*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 127 ss.;

DUPIRE M., VAN DEN SPIEGEL F., VILLASECA K., *Regulating Long Term Finance in the European Union: Challenges and Opportunitie*s, in *Vlerick Policy Paper Series*, 2015, 3 ss.;

ENRIQUES L., *Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari,* in *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del convegno Banca d'Italia – Consob, 6 novembre 2018. Quaderni giuridici*, 2019, n. 21, 109 ss.;

ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del* moral hazard *nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria, in Banca impresa e soc*., 1995, 290 ss.;

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II,* in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, Oxford, 2017, 85 ss.;

FABIANI M., *Il fondo di investimento come protagonista dei concordati,* in *Giur. comm*., 2020, I, 897 ss.;

FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Bologna, 2017;

FAGERNÄS T., KANERVO J., NUNEZ G., ALCALÀ A., *The Why and How of the New European Union Prospectus Regulation,* in *Business Law International,* 2019, 20.1.;

FANTETTI F.R., *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore,* in *Resp. civ*., 2011, 735 ss.;

FANTETTI F. R., *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento,* in *Resp. civ*., 2011, 127 ss.;

FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, 809;

FAZZUTI E., *Profili di responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare,* in *Quadrim.*, 1984, 474 ss.;

FERRAN E., *The regulation of hedge funds and private equity: a case study in the development of the EU's regulatory response to the financial crisis,* in *ECGI Working paper series in law*, 2011, 176 ss.;

FERRAN E., *Financial supervision, in Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford, 2014, 34 ss.;

FERRARINI G., SAGUATO P., *Governance and Organization of Trading Venues: The Role of financial Market Infrastructure Groups*, in *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MiFIR*, (a cura di) Busch, Ferrarini, 2017, Oxford, 285 ss.;

FERRI G. JR., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 689 ss.;

FERRI G. JR., *Gestione dell'investimento e responsabilità,* in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 126 ss.;

FERRI G., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento,* in *Riv. dir. comm*., 1992, 72 ss.;

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. dir. soc*., 2011, 751 ss.;

FERRO LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. Comm*., 1992, I, 44 ss.;

FIMMANÒ F., *La liquidazione delle cellule destinate alla luce della riforma del diritto fallimentare,* in *Società*, 2006, 157 ss.;

FINESI S., *Il nuovo regime informativo dei prodotti finanziari strutturati nell'Unione Europea*, in *Banca impresa e soc.,* 2012, 487 ss.;

FORTUNATO S., *Insolvenza, crisi e continuità aziendale nella riforma delle procedure concorsuali: ovvero la commedia degli equivoci*, in *Dir. Fall*. 2021, 3 ss.;

FOSSATI G., *Borsa, azionariato popolare, fondi comuni d'investimento*, Milano, 1969;

FOTI G., NAPOLI F., *Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti … e uno indietro*?, in *Diritto Bancario*, settembre 2019;

FRANCAZZI L., *Recepimento della AIFMD in Italia e spunti in EMIR,* in *Diritto bancario*, aprile 2014;

FRUSCIO D., *I fondi comuni di investimento immobiliari. Nelle prospettazioni italiane e nelle esperienze estere*, Milano, 1992;

GAFFURI L., *Insolvenza del comparto di un fondo comune di investimento,* in *Ilsocietario.it,* 29 maggio 2017;

GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 1986;

GALANTE A., *Prime note sui fondi comuni d'investimento chiusi,* in *Società,* 1993, 1445 ss.;

GALETTA D. U., *L'autonomia procedurale degli Stati membri dell'Unione Europea:* Paradise Lost*?*, Torino, 2009;

GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare,* in *Contr. impr.*, 1989, 151 ss.;

GARIBOLDI D., FRATI G., *Il Regolamento Priips e l'impatto sulla trasparenza dei fondi comuni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 627 ss.;

GENCO R., voce *Fondi comuni di investimento immobiliare*, in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 2000, 345 ss.;

GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991;

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 ss.;

GERVASONI A., PERINI F., *I fondi di investimento mobiliari chiusi*, Milano, 1994;

GERVASONI A., *I fondi mobiliari chiusi: un prodotto finanziario innovativo per gli investitori e le imprese. La nuova regolamentazione: gli aspetti tecnici e gestionali*, Milano, 2000;

GIORGI E., *Il principio del mutuo riconoscimento nell'ordinamento dell'Unione europea*, Firenze, 2020;

GIUDICI P., *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 748 ss.;

GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento,* in *Giur. comm.,* 2011, II, 1146 ss.;

GIRINO E., *Revisione e certificazione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1987;

GRAZIADEI M., voce *Fondi comuni di investimento in diritto comparato,* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1991, 239 ss.;

GREA G, SCHIAVO A., *La Direttiva AIFM e la funzione preposta alla valutazione dei beni del fondo,* in *Dir. banc*., 2015, 1 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 ss.;

GUARRACINO F., *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la cd.* product intervention*)*, in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 231 ss.

GUFFANTI E., *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni,* in *Società*, 2011, 1182;

GUGLIELMUCCI L., *sub* art. 8, in *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 468 ss.;

HOWELL E., *The evolution of ESMA and direct supervision: are there implication for EU supervisory governance?,* in *Common Market Law Rev*., 2017, 54, 1027;

IERMANO A., *I principi di equivalenza ed effettività tra autonomia procedurale e "limiti" alla tutela nazionale*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2019, 525 ss;

IEZZI N., *sub* artt. 39-40, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 275 ss.;

IGLESIAS G. C., *Sui limiti dell'autonomia procedimentale e processuale degli Stati membri nell'applicazione del diritto comunitario*, in *Riv. dir. pubbl. com*., 2001, 5 ss.;

IMBRUGLIA D., *Mifid II e l'adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 856 ss.;

IOCCA M. G., *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita,* in *NLCC*, 2020, 283 ss.;

IOCCA M. G., *sub* art. 35-*octies*, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 247;

IOCCA M. G., *sub* art. 38, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 272 ss.;

IOCCA M. G., *Le società di investimento tra disciplina interna e armonizzazione europea*, in *NLCC*, 2018, 961 ss.;

IOCCA M. G., *I fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) e le nuove disposizioni di vigilanza,* in *NLCC,* 2018, 1348;

JAGER P. G., *Sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.,* 1969, 1113;

JAGER P. G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni di investimento*, in *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, 3 ss.;

JOHNSON S., *How UCITS Became a Runaway Success,* in *Financial Times*, 27 novembre 2006;

LAMANDINI M., *La vigilanza diretta dell'ESMA. Un modello per il future*?, in *Giur. comm*., 2016, I, 448 ss.;

LAMANDINI M., MUNOZ D., *Eu financial Law. An introduction*, Milanofiori Assago, 2016;

LAMANDINI M., D'AMBROSIO, *Uno sguardo al futuro dell'architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SEVIF)*, in *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti al convegno Banca d'Italia – Consob*, 6 novembre 2018. *Quaderni giuridici*, 2019, n. 21, 117 ss.;

LAMBERTI C., *La disciplina comunitaria dei gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2015, 85 ss.;

LAMORGESE A., *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma,* in *Contr. impr*., 2011, 27 ss.;

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2011, II, 423 ss.;

LEMMA V., *I fondi immobiliari tra investimento e gestione: parte generale*, Bari, 2006;

LENER A., *sub* art. 3, *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 399 ss.;

LENER A., *Profili civilistici degli Enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it*., 1982, V, 142 ss.;

LENER R., *La nuova disciplina della gestione collettiva. I soggetti, in Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019;

LENER R., PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindi anni dal TUF,* in *Riv. dir. comm*., 2014, 389 ss.;

LENER R., *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989, 1050 ss.;

LENER R., voce *SICAV (Società di investimento a capitale variabile),* in *Digesto, sez. comm.,* Torino, 1996, 397 ss.;

LENER R.*, Le società di investimento a capitale variabile,* in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) Colombo, Portale, Torino, 1995, 195 ss.;

LENER R., GALANTE A., *Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio,* in *Società*, 1998, 530 ss.;

LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario,* in *Foro it*., 1989, IV, 224;

LENER R., *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del t.u.f.,* in *Società*, 1998, 1121 ss.;

LENER R., *Prime note sulle società di investimento a capitale variabile,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 579 ss.;

LENER R., *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente,* in *Studi in materia di intermediari non bancari – Quaderni di finanza della Consob*, 1999, n. 36;

LIBONATI B., *Holding e investment trust,* Milano, 1959;

LICATA G. F., *Limiti al principio dell'autonomia procedurale e rafforzamento della cooperazione amministrativa nell'Unione europea,* in *Riv. it. dir. pubbl. com*., 2012, 905 ss.;

LO SCHIAVO G., *A Judicial Re-thinking on the Delegation of Powers to European Agencies un EU Law? Comment on Case C-270/12 UK v. Council and Parliament,* in *German Law Journal*, 2015, 16, 315;

LUCIANO A., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi,* in *Contr. impr. Eur*., 2011, 602 ss.;

LUPOI M., Trusts, Milano, 2001;

MAFFEI ALBERTI A., *Nota introduttiva. Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 380;

MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento,* in *Riv. dir. priv.*, 2009, 68;

MAGLIARI A., *La proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi,* in *Riv. Ital. dir. pubbl. comunitario*, 2018, 410 ss.;

MALINTOPPI A., *Il ravvicinamento delle legislazioni come problema di diritto internazionale*, in *Riv. dir. intern*., 1959, 239 ss.;

MANES P., *sub* art. 24, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 161 ss.;

MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie,* in *Contr. impr.*, 2001, 1362 ss.

MARCACCI A., *European regulatory private law going global? The case of product governance,* in *European Business Organization Law Review*, 2017, 305 ss.;

MARCHETTI P., *In tema di controlli sui fondi comuni,* in *Riv. soc.,* 1983, 504 ss.;

MARCHETTI P., *Appunti sulle SICAV*, in *L'attuazione delle direttive CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari*, Roma, 1992, 165 ss.;

MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *Un Testo unico per superare la giungla dei mercati,* in *Il Sole 24 ore,* 13 marzo 2006;

MARIN F., *Verso la "*capital markets union*": le nuove "*trading venue*" nella Mifid II e nel Mifir.* New mifid regulation of trading venues as a step forward in the path towards the capital markets union, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2018, 59 ss.;

MESSINA P., *Capital market union: new rules supporting european smes' financing,* in *federalismi.it*, 2020, 193 ss.;

MEZZACAPO V., *sub* art. 2, in *Commentario alla Legge 23 marzo 1983, n. 77. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento,* in *NLCC*, 1984, 390 ss.;

MICHIELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali,* in *Mercato concorrenza regole*, 2018, 555 ss.;

MIGNARRI E., *I fondi immobiliari chiusi: la nuova disciplina fiscale,* in *Bancaria,* 1996, 46 ss.;

MINERVINI G., *Il controllo del mercato del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi,* in *Giur. comm.*, 1992 I, 5 ss.;

MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi,* in *Banca, borsa, tit. cred*., 2001, I, 299 ss.;

MIOLA M., *sub* art. 33, in *Testo Unico della finanza*, (diretto) da Campobasso, I, Torino, 2002, 296 ss.;

MOLONEY N., *Capital Markets Union: "Ever closer Union" for the EU finanacial system?,* in *Europ. Law Rev.*, 2016, 41, 307;

MOLONEY N., *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014;

MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: Part 1 rule making*, in *Eur. Business Org. Law Review*, 2011, 12, 41 ss.;

MOLONEY N., *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences: Part 2 rule in action*, in *Eur. Business Org. Law Review*, 12(2), 177 ss.;

MOLONEY N., *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, 45 ss.;

MONGIELLO A., *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del «gestore unico»),* in *Contr. impr*., 1999, 1458 ss.;

MORANO A., CIRILLO A., *La nascita dei fondi comuni di investimento denominati «chiusi»,* in *Società,* 1993, 1305 ss.;

MORLEY J., *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation,* in *Yale Law Journal*, 2014, vol. 123,1228 ss.;

MORRIS T., MACHIN J., *The Pan-European Capital Market – Is the Prospectus Directive a Success or a Failure?,* in *Capital Markets Law Journal*, 2006, vol. 1, 205 ss.;

MORZOVILLO V., *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 309 ss.;

MULAS L., *sub* art. 4-*quinquies*.1, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 73.

MULAZZANI G., *sub* art. 188, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 1333 ss.;

NAPOLETANO G., *Succursali e libera prestazione dei servizi,* in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, (a cura di) Galanti, Padova, 2008, 429 ss.;

NASTASI F. A., *Le strutture e le vicende degli Oicr. Le fusioni di Oicr e i* master-feeder, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, 439 ss.

NICOLIN S., *Il mutuo riconoscimento tra mercato interno e sussidiarietà*, Padova, 2005;

NIGRO A., voce *Investment trust*, in *Enc. dir*., Milano, 1972, 690 ss.;

NIGRO A., *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1970;

NUZZO A., *Il negozio di investimento in fondi comuni nella Repubblica federale tedesca,* in *Giur. comm.,* 1983, I, 678 ss.;

NTUCK E., voce *Fondi comuni di investimento*, in *Digesto*, *sez. comm.,* Torino, 2000, 334 ss.;

OCCORSIO V., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento nella nuova disciplina del t.u.f.,* in *Riv. dir. comm.,* 2014*,* 628;

ORTINO M., *Le succursali italiane di banche comunitarie tra legge di riforma del diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *NGCC*, 2002, 613;

PADOA-SCHIOPPA T., *La veduta corta. Conversazione con Beda Romano sul grande crollo della finanza*, Bologna, 2009;

PALLADINO G., *Fondi comuni mobiliari,* Roma, 1983;

PALMIERI. A., *In tema di danno subito dagli investitori per responsabilità civile della Consob*, in *Foro it.*, 2016, 3779 ss.;

PAOLUCCI M. G., *sub* art. 1, in *Commentario breve al testo unico della finanz*a, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 13 ss.;

PARMEGGIANI F., *sub* 39, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, (a cura di) Rabitti-Bedogni, Milano, 1998, 306 ss.;

PARRY H., CULEN I., *Hedge Funds: Law and Regulation,* London, 2000;

PASQUARIELLO F., *sub* art. 2447-*novies*. *Patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Commentario Scialoja-Branca*, 2013, 266;

PASQUARIELLO F., *Le deleghe di gestione della SICAV – tra codice civile e legge speciale,* in *Contr. impr.*, 2002, 1103 ss.;

PASSADOR M. L., *Appunti sulle SICAF*, in *Dir. banc. merc. fin*., 2016, 633 ss.;

PASSADOR M. L., *La mano "visibile" del legislatore europeo: il risparmio gestito dalla AIFMD al TUF,* in *Contr. impr. Eur.*, 2016, 131 ss.;

PELLEGATTA S., *Fondi comuni di investimento e acquisto di immobili: la Cassazione propende per l'intestazione alla società di gestione del risparmio*, in *Foro it*., 2011, I, 1858 ss.;

PELLEGRINI M., *Critical Analysis of the Prospectus Directive*, in *European Business Law Review*, 2006, 1679;

PERLETTI G., *Gli investment trust contrattuali svizzeri*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 72 ss.;

PERLETTI G., *I "*fonds communs de placement*" lussemburghesi*, in *L'*investment trust *nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 107 ss.;

PERRONE A., *Capital markets union. A proposal for action*, in *Riv. OdC*, 2016, 1 ss.;

PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020;

PERRONE A., *Oltre la trasparenza,* Product Governance *e* Product Intervention, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) Ginevra, Torino, 2019, 80 ss.;

PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa, tit. cred*., 2015, I, 31 ss.;

PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa, tit. cred*., 2019, I, 6 ss.;

PERRONE A., *Considerazioni in materia di* product governance, in *Riv. dir. banc*., 30 settembre 2019;

PESCATORE G., *Titolarità di un fondo comune di investimento immobiliare e sua (non) rivendicabilità*, in *Ilfallimentarista.it*, 22 giugno 2012;

PESCATORE G., *sub* art. 57, in *Commentario t.u.f.*, (a cura di) Vella, Torino, 2012, 557;

PEZZUTO E., RAZZANTE R., *MiFID II: le novità per il mercato finanziari*o, Torino, 2018;

PICARDI L., *sub* art. 48, in *Testo unico della finanza*, (a cura di) Campobasso, Torino, 2002, 423;

PICARDI L., *La delega di funzioni del gestore e il principio della* letter box entity*,* in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 261 ss.;

PIETRA E., *La disciplina giuridica dei fondi d'investimento mobiliare in alcuni paesi europei,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1984, I, 534 ss.;

PIGA F., *L'intermediazione finanziaria nel mercato unico europeo,* in *Bancaria,* 1988, 71 ss.;

PONTOLILLO V., *sub* art. 36, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 380 ss.;

PUPO C. E., *sub* artt. 15-16, in *Commentario breve al testo unico bancario*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 89 ss.;

PUPO C. E., *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica,* in *Giur. comm*., 2021, II, 553 ss.;

RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti della MiFID II,* in *Riv. dir. banc.,* 2020, 145 ss.;

RAGNO M., *Il prospetto informativo,* in *Banche e mercati finanziari*, (a cura di) Vella, Torino, 2008, 350;

RENZULLI V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *NLCC*, 2015, 346 ss.;

RENZULLI V., TUCCI A., *I fondi comuni di investimento,* in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, (a cura di) Lener, Torino, 2011, 321 ss.;

REPIQUET M. D., *The Alternative Investment Fund Managers Directive: Ten Years After*, in *European Company Law Journal* 17, 2020, 108 ss.;

RESTUCCIA D., *I fondi di investimento chiusi*, Bari, 2012;

RIASSETTO I., *Le société de libre partenariat, un nouveau fonds d'investissement professionnel dans le paysage de la gestion collective française,* in *Bull. Joly Bourse*, 2015, 10, 445 ss.;

RICCIUTO V., *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella cd. MiFID II,* in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 3;

RIGHINI E., *sub* art. 32-*quater* e 33, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 209 ss.;

RIGHINI E., *sub* artt. 40-*bis* e 40-*ter*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 283 ss.;

RIGHINI E., *sub* artt. 43 e 44, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 302 ss.;

RIVIÈRE A., *The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach,* in *Richmond Journal of Global Law & Business*, 2011, vol. 10, 268 ss.;

RIZZUTI M., *La Cassazione si pronuncia sulla soggettività giuridica dei fondi comuni di investimento (Nota a Cass. sez. I civ. 15 luglio 2010, n. 16605),* in *Giur. it*, 2011, 1550 ss.;

ROE M. J., SHAPIRA R., *The power of the Narrative in Corporate Lawmaking,* in *Harvard Public Law Working Paper*, novembre 2020;

ROSSI G., *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento,* in *Riv. soc*., 1983, 849 ss.;

ROSSI S., *Liquidazione dei patrimoni destinati e tutela dei creditori particolari tra codice civile e nuove norme di diritto concorsuale*, in *Giur. comm*., 2006, I, 903 ss.;

ROTA F. S., *La nuova disciplina della pre-commercializzazione nel* real estate*: opportunità di armonizzazione o irrigidimento per il settore?*, in *Diritto Bancario*, aprile 2020;

ROUNDS, DEHIO, *Publicly-traded open end mutual funds in common law and civil law jurisdictions: a comparison of legal structures,* in *NYU Journal of Law & Business*, 2007, vol. 3, 473 ss.;

RUSSO P., *Fondi comuni di investimento: autorizzazione del Ministro del Tesoro, decadenza dalla gestione del fondo e procedure liquidatorie*, in *Riv. soc*., 1984, 55 ss.

SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995;

SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale,* Padova, 2001;

SAMAMA, *Expanding Investment Horizons: Opportunities for Long-Term Investors,* in *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, (a cura di) Bolton, Samama, Stiglitz, New York, 2011, 125;

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 *Riv. soc*., 2015, 387 ss.;

SANDULLI M., *Il presupposto oggettivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, (diretto da) Jorio, Sassani, Milano, 2014, I, 137 ss.;

SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?,* in *Società*, 2011, 1058 ss.;

SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008, 285;

SANTAGATA R., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2014, 395;

SANTAGATA R., *I patrimoni ed i finanziamenti destinati a specifici affari,* in *Operazioni straordinarie, Patrimoni destinati. Liquidazione ed estinzione*, Milano, 2020, 434;

SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate,* in *Dir. fall*. 1982, 737;

SANTORO V., *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?*, in *Banca impresa e soc*., 2018, 193 ss.;

SANTORO A., *Le nuove Sicaf e la disciplina delle* investment company, in *Amministrazione e finanza*, 2016, 49 ss.;

SANTORO P., *I fondi chiusi in Italia: problemi, opportunità, prospettive*, Milano, 1990;

SCANO A., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm*., 2011, II, 1133 ss.;

SCHAMMO P., *The European Securities and Markets Authority: lifting the veil on the allocation of powers,* in *Common Market Law Rev*., 2011, 48, 1879 ss.;

SCHAMMO P., *EU prospectus law: new perspectives on regulatory competition in securities markets*, Cambridge, 2011, 70 ss.;

SCHIAVELLO E., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione,* in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2011, 111 ss.;

SCHIAVELLO E., *La riserva relativa al servizio di gestione collettiva del risparmio e le società di investimento,* in *L'impatto della direttiva AIFM sui gestori dei fondi di* private equity e venture capital *in Italia. Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, 2015, 40 ss.;

SCHOLTEN, VAN RIJSBERGEN, *The Limits of Agencification in the European Union,* in *German Law Journal*, 2014, vol. 15, 1223 ss.;

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il tempo e il denaro. Riflessioni di un giurista*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 4 ss.;

SCIFONI G., *Agevolati fiscalmente i piani di investimento a lungo termine (Commento alla l. n. 11 dicembre 2016, n. 232)*, in *Corr. trib*., 2017, 507 ss.;

SCIFONI G., *L'agenzia detta le regole per la verifica dei vincoli di composizione dei PIR*, in *Corr. trib*., 2018, 1469 ss.;

SEGNALINI S., Art funds *e gestione collettiva del risparmio*, Torino, 2016;

SEMINARA L., *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. comm.,* 2016, II, 1132 ss.;

SICLARI D., European Capital Markets Union *e ordinamento nazionale*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2016, I, 481 ss.;

SICLARI D., *sub* art. 114-*quaterdecies*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, (diretto da) Capriglione, Milano-Padova, 2018, 1822 ss.;

SIMONCINI M., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'Ue. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, in *Nomos*, 2016;

SIMONCINI M., *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della* European Securities and Markets Authority *(ESMA)*, in *Osservatorio sulle fo*nti, 2020, 1540 ss.;

SIMONCINI M., *The Erosion of the Meroni Doctrine: The Case of the European Aviation Safety Agency,* in *European Public Law*, 2015, 309 ss.;

SFAMENI P., PENNA M., *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018, 199 ss.;

SGANGA P. P., *I fondi azionari chiusi in Italia tra opportunità e ostacoli allo sviluppo*, Roma, 2003;

SOTRIFFER, *Le* Kapitalanlangegesellschaften *tedesche*, in *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, 182 ss.;

SPANO E., *Osservazioni sull'art. 2 del disegno di legge sui fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, 1208;

SPIOTTA M., *Insolvenza (non ancora) prospettica: quali rimedi?*, in *Fall.,* 2020, 124 ss.;

SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità,* in *Riv. soc.*, 2015, 1138 ss.;

SPENDZHAROVA A. B., *Becoming a powerful regulator. The European Securities and Markets Authority (ESMA),* in *European financial sector governance, TARN Working Paper*, 2017, 8, 4 ss.;

STANZIALE A., *Vigilanz*a, in *La nuova disciplina dei servizi di pagamento: commentario al D.lgs. 2 gennaio 2010, n. 11*, Torino, 2011, 497;

STANZIALE A., *I controlli interni e la gestione dei rischi nel gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 97 ss.;

STEFANIN G., MATTIOLI T., *Le novità del decreto di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento ELTIF*, in *Diritto bancario*, 19 febbraio 2018;

STEFANIN G., GUSTATO M., *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del cd. Passaporto comunitario,* in *Diritto bancario*, 23 settembre 2013;

STELLA RICHTER JR M., *Long-terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.;

STORCK M., *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*, in *RTDCom*., 2015, 549 ss.;

STRAMPELLI G., *La valutazione dei beni dei fondi alternativi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 507 ss.;

TERLIZZI A., *I fondi comuni d'investimento non hanno autonoma soggettività giuridica,* in *Diritto e giust*., 2013, 681 ss.;

TERRANOVA G., *Lo stato di insolvenza,* in *Le procedure concorsuali. Il fallimento*, (a cura di) Ragusa Maggiore, Costa, Torino, 1997, I, 251 ss.;

TOMMASETTI A., *L'economia dei fondi mobiliari chiusi nella prospettiva dell'informazione di bilancio*, Padova, 1997;

TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, (a cura di) Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 16 ss.;

TORELLI G., *sub* art. 190, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (a cura di) Calandra Buonaura, Milano, 2020, 1340;

TROIANO V., *La* product governance, in *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, (a cura di) Troiano, Motroni, Assago-Padova, 2016, 213 ss.;

VALIANTE D., *A single market for capital in Europe: Designing an action plan,* in *Europe's Untapped Capital Markets Union. Rethinking financial integration after the crisis Bruxelles*, 2016, 169 ss.;

VELLA F., *Il tempo lungo nella finanza: nuove regole per le banche*, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Morera, De Poli, Torino, 2018, 63;

VELLA F., *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area euro?*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2002, I, 155;

VELLA F., *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE*, 2012, 215 ss.;

VELLA F., BOSI G., *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019, 57;

VENEZIANO D., *I compiti del depositario e il «nuovo» regime di responsabilità*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 295 ss.;

VERDERIO M., *I fondi riservati*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, II, Milano, 2004, 703 ss.;

VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969, 1195;

VOLPE I., *sub* art. 188, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) Alpa, Capriglione, Padova, 1998, 1705 ss.;

WILKIE M., LUXTON P., MALCOM R., Equity e Trusts, Oxford, 2012;

ZEPEDA R., *To EU, or not to EU: this is the AIFMD question,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2014, vol. 29, 82 ss.;

ZETZSCHE D., PREINER C.D., *Scope of the AIFMD,* in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, 2020, 25 ss.;

ZITIELLO L., *Fondi comuni di investimento immobiliari chiusi: le norme di attuazione,* in *Società*, 1994, 1335 ss.;

ZUCCHELLI L., *L'operatività transfrontaliera del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, (a cura di) D'Apice, Bologna, 2016, 221 ss.

Documenti

AA.VV., *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, in ec.europa.eu, giugno 2020;

COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: la Commissione presenta un nuovo pacchetto di misure per il rafforzamento dei mercati europei dei capitali*, in ec.europa.eu, 25 novembre 2021;

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, in eur-lex.europa.eu, 24 settembre 2020;

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale*, in eur-lex.europa.eu, 14 luglio 2016;

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, in eur-lex.europa.eu,18 febbraio 2015;

COMMISSIONE EUROPEA, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets. Accompanying the document Green Paper. Building a Capital Markets Union*, in eur-lex.europa.eu,18 febbraio 2015;

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, in ec.europa.eu, 30 settembre 2015;

COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation document. Review of the european venture capital funds (EuVECA) and european social entrepreneurship funds (EuSEF) regulations*, in ec.europa.eu, 30 settembre 2015;

COMMISSIONE EUROPEA, *Accompanying the document. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, in eur-lex.europa.eu, 30 novembre 2015;

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al consiglio e al Parlamento europeo sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, in eur-lex.europa.eu, 27 marzo 2014;

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine*, in eur-lex.europa.eu, 26 giugno 2013;

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, in eur-lex.europa.eu, 23 marzo 2013;

COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine. COM (2013) 462 final*, in eur-lex.europa.eu, 26 giugno 2013;

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2004/39/CE e 2009/.../CE*, *COM (2009) 207*, in eur-lex.europa.eu, 30 aprile 2009;

EFAMA, *EFAMA's response to the EC's public consultation on the review of ELTIF Regulatory Framework*, in efama.org, 25 gennaio 2021;

ESMA, *Review of the Regulation (EU) 2015/760 on European long-term investment funds (ELTIFs)*, 3 febbraio2021, in esma.europa.eu;

ESMA, *Orientamenti sulle prove di stress di liquidità negli OICVM e nei FIA*, in esma.europa.eu, 16 luglio 2020;

ESMA, *Final Report*, in esma.europa.eu, 10 dicembre 2019;

ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, in esma.europa.eu, 5 febbraio 2018;

ESMA, *Final report. Draft regulatory technical standards under the ELTIF Regulation*, in esma.europa.eu, giugno 2016,

ESMA, *Advice. ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*, in esma.europa.eu, 12 settembre 2016;

ESMA, *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, in esma.europa.eu, 13 agosto 2013;

PARLAMENTO EUROPEO, *Costruire un'unione dei mercati dei capitali. Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali» (2015/2634(RSP)*, in eur-lex.europa.eu.

Abstract

La presente trattazione concerne gli *European long-term investment fund*, disciplinati dal regolamento UE 2015/760 del 29 aprile 2015, meglio noti come ELTIF, di cui si è inteso indagare i molteplici aspetti che attengono all'operatività degli stessi, dalla genesi sino alla fase della liquidazione.

Trattandosi di uno dei più recenti tasselli della composita disciplina europea del risparmio gestito, si è ritenuto opportuno anzitutto prendere le mosse dall'evoluzione della regolamentazione, domestica e comunitaria, della gestione collettiva del risparmio, la quale rappresenta la "cornice" normativa di riferimento entro cui si colloca il veicolo in discorso.

Definito il percorso evolutivo della disciplina *de qua*, si è posta quindi l'attenzione sulla regolamentazione degli ELTIF che, pur migliorabile sotto diversi profili, rappresenta un significativo passo in avanti nel senso della costruzione dell'Unione dei mercati di capitali e del rilancio dell'economia europea. In particolare, l'indagine ha riguardato anzitutto i connotati della nuova fattispecie (carattere europeo, orizzonte temporale di lungo periodo, illiquidità). L'analisi dei tratti fisiognomici è stata funzionale non solo a verificare se essi, nella loro peculiarità, siano o meno idonei a definire un tipo a sé stante di prodotto, ma altresì a valutare in che termini essi producano un effetto conformativo sulla disciplina del prodotto stesso, specie con riferimento alla fase dell'investimento e del disinvestimento.

Con l'intento di vagliare l'opportunità di interventi sul dato normativo che mirino ad accrescere l'attrattività degli ELTIF, si è volta quindi l'attenzione alla fase finale della vita del fondo, in quanto l'esiguità della disciplina dettata con riferimento alla liquidazione si espone ad applicazioni dubbie che, in larga parte, lasciano spazio all'autonomia regolamentare del prodotto e, dunque, all'applicazione di discipline nazionali disomogenee; e ciò specie con riferimento a una peculiare ipotesi di liquidazione promossa dagli investitori in conseguenza del mancato soddisfacimento della richiesta di rimborso avanzata.