

Fondi comuni

Le quote di partecipazione ai fondi comuni

di Edoardo Guffanti e Paolo Sanna (*)

Il contributo analizza le caratteristiche delle quote di partecipazione ai fondi comuni di investimento armonizzati (UCITS). Prendendo le mosse da una sintetica disamina della natura di fondi comuni, vengono indagati i limiti che l'autonomia privata incontra nella strutturazione delle classi di quote attraverso l'attribuzione di diritti diversi ai sottoscrittori. Particolare attenzione è dedicata alla possibilità di prevedere classi di quote con profili di rischio diversi, analizzata anche sulla base delle indicazioni provenienti da una recente *opinion* dell'ESMA.

La partecipazione dei sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento

Il primo dato ricavabile da chi si accosti al tema della partecipazione ai fondi comuni di investimento (1) è che allo stesso non è dedicata una regolamentazione organica, essendo invece rinvenibili esclusivamente alcune disposizioni, collocate tanto nella normativa comunitaria (2), quanto nella normativa interna (3).

In tale contesto, la dottrina ha indirizzato i propri sforzi interpretativi essenzialmente sugli aspetti formali della fattispecie e, in particolare, verso le caratteristiche dei titoli rappresentativi della qualità di partecipante al fondo, piuttosto che sulla situazione giuridica soggettiva attribuita a quest'ultimo. L'analisi del tema secondo una diversa prospettiva, volta a individuare quali siano le caratteristiche tipizzanti di questo strumento finanziario e, per tale via, le possibilità di "calibrare" i diritti economici connessi alle quote di partecipazione è quindi rimasta in secondo piano.

Tale assenza di interesse pare trovare una possibile giustificazione in un duplice ordine di motivi: da un lato, la limitata diffusione delle "classi di quote" nell'industria nazionale (che si è limitata perlopiù a prevedere distinzioni sotto il profilo commissio-

nale); dall'altro, in ragione della connessione del tema con quello - assai dibattuto - della natura giuridica del fondo, che solo recentemente sembra avere raggiunto un grado di approfondimento soddisfacente (4).

L'individuazione di uno "statuto" normativo della partecipazione ai fondi comuni di investimento (da intendersi come insieme delle caratteristiche fondamentali della situazione soggettiva incorporata nelle quote e quindi attribuita al possessore delle stesse) costituisce un esercizio dai rilevanti riflessi pratici. Lo stesso è, infatti, utile per orientare gli operatori nell'ambito della "strutturazione" dei diritti economici incorporati nelle quote, così da poter definire la regolamentazione delle situazioni giuridiche che le stesse attribuiscono ai sottoscrittori, ad oggi limitate nell'esperienza domestica dei fondi UCITS alla tipologia di sottoscrittori, alle soglie minime di investimento e, in ultima analisi, alla differenziazione dei costi di gestione a carico del partecipante (c.d. "profilo commissionale").

È quindi immaginabile l'intessere degli operatori in merito all'ampliamento delle forme di diversificazioni realizzabile mediante la creazione di diverse "classi" di quote.

(*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un *referee*.

(1) Nel presente contributo non sono prese in considerazione le azioni di Sicav e Sicaf.

(2) Il riferimento è alle direttive "UCITS" e "AIFMD", nell'ambito della disciplina della commercializzazione.

(3) Costituita, in particolare, dal D.Lgs. n. 58/1998, c.d.

"TUF" e dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (nel seguito del discorso, il "Regolamento sulla Gestione Collettiva").

(4) Da ultimo con la sentenza del Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di impresa B, del 10 giugno 2016, n. 7232/2016 su cui v. *infra*.

Il presente contributo si concentrerà pertanto su tale ultimo tema, con l'obiettivo di individuare la sussistenza di spazi per l'esplicazione dell'autonomia privata e l'eventuale esistenza di limiti che si impongono nella creazione delle classi di quote di partecipazione ai fondi comuni.

La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la partecipazione al fondo

Ragioni di spazio impediscono una ricostruzione compiuta della nozione di OICR. Atteso che il TUF disciplina soltanto due delle possibili forme di gestione collettiva - il fondo comune di investimento (c.d. "forma contrattuale") e la SICAV/SICAF (c.d. "forma statutaria") - e considerato il numero esiguo di SICAV/SICAF italiane - l'indagine si concentrerà sulla forma contrattuale di gestione collettiva: il fondo comune.

La ricostruzione dello statuto delle *quote* di fondi comuni d'investimento deve, infatti, muovere da una disamina, per quanto essenziale, delle principali posizioni emerse nel tempo in relazione alla natura giuridica dei fondi stessi. Intuibilmente, infatti, posto che la quota rappresenta l'insieme dei diritti attribuiti al partecipante a valere sul fondo (5), il relativo contenuto non può che risentire delle caratteristiche attribuite al fondo medesimo (6). Pertanto, in base a come si ricostruisce la natura del fondo comune, varia la natura e l'ampiezza dei diritti che il sottoscrittore ha nei confronti del fondo e, conseguentemente, varia anche l'ampiezza della (eventuale) possibilità di differenziare i diritti incorporati nelle quote mediante creazione di diverse classi delle stesse.

Una prima - e più risalente - tesi interpretativa qualifica il fondo comune come insieme di beni sui quali i partecipanti vantano un diritto di proprietà, che assume la forma della comunione (7). Tale tesi è stata nel tempo abbandonata per diverse motivazioni, tra cui, ad esempio, la circostanza secondo la quale la comunione si caratterizza per essere una situazione "statica"; difficilmente compatibile con

l'attività di gestione di un patrimonio mobiliare, caratterizzata da frequenti operazioni di investimento e disinvestimento. Inoltre, una siffatta comunione non risponderebbe pienamente alla regolamentazione codicistica dell'istituto, soffrendo eccezioni di varia natura in relazione ai poteri che il sottoscrittore della quota può esercitare sul patrimonio comune (8).

Il legame fra le caratteristiche della partecipazione e la natura del fondo è poi marcatamente riscontrabile in altra dottrina, che ha invece ricostruito la natura giuridica del fondo esclusivamente sulla base della struttura dei rapporti fra quotista e SGR, riconducendo gli stessi allo schema del mandato senza rappresentanza a gestire il fondo medesimo. Anche in questo caso, tuttavia, l'applicazione di uno schema civilistico classico a esperienze più moderne determina alcune deviazioni dai modelli tradizionali, non essendo possibile per i quotisti l'esercizio di uno dei diritti maggiormente caratterizzanti la posizione del mandante: la possibilità di impartire istruzioni vincolanti nei confronti del mandatario (ruolo assunto, nell'ambito della gestione dei fondi, dalla società di gestione) (9). L'attività di gestione del fondo è, per sua natura, svolta nell'interesse della pluralità dei suoi sottoscrittori, ma in autonomia dal singolo investitore; è quindi priva della personalizzazione che caratterizza, invece, il servizio di gestione individuale di portafogli. Coerentemente, la politica di investimento di un fondo comune è definita *ex ante* nel regolamento di gestione, che il potenziale investitore può accettare (sottoscrivendo le quote del fondo), o meno (non investendo), ma non può modificare.

Un'ulteriore e diversa impostazione, nel rifiutare l'ipotesi che il fondo comune possa costituire un soggetto giuridico autonomo, ritiene che lo stesso costituisca un mero patrimonio di proprietà della società di gestione. Secondo tale tesi - recentemente affermata nella giurisprudenza di legittimità (10) - il fondo costituisce un patrimonio *separato* (ma non autonomo (11)) della Sgr (distinto quindi

(5) A. Lener, Commento *sub* Art. 3 L. n. 77 del 1983, in *Nuove leggi civ.*, 1984, 399 ss.

(6) Cfr. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Milano, 2014, 227.

(7) G. Gentile, *Il contratto di investimento in fondi comuni*, Padova, 1991. Sul punto si v. la ricostruzione di Bartoli, *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in *www.dircomm.it*.

(8) Vengono in rilievo, al riguardo, in particolare, l'impossibilità per il partecipante di chiedere la divisione della proprietà comune e il necessario intervento di un terzo (la Sgr) nella gestione.

(9) Galgano, *Il negozio giuridico in Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu - Messineo - Mengoni, Milano, 1988, 376 ss.

(10) Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, in questa *Rivista*, 1, 2011, con nota di N. Brutti, *Fondo comune di investimento: soggetto o oggetto di diritto?* Si veda altresì R. Rordorf, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur comm.*, 2011, II, 1133.

(11) La sentenza in esame intende l'autonomia come "potere di un soggetto di autodeterminare - almeno parzialmente, ma in modo significativo - le proprie scelte e le linee guida del proprio agire". In tal senso, viene osservato che l'uso del termine "autonomia", riferito al patrimonio del fondo comune sa-

dal patrimonio generale della stessa), che sarebbe quindi l'intestatataria formale dei beni del fondo, sui quali i partecipanti vanterebbero, invece, un diritto di proprietà sostanziale, estrinsecantesi tuttavia in diritti da farsi valere direttamente nei confronti della società di gestione (quale soggetto titolare formale del patrimonio).

Tale ricostruzione, tuttavia, pare poco convincente, stante il fatto che la normativa non contiene alcuna disposizione che preveda diritti di natura proprietaria in capo alla società di gestione e, specularmente, attribuisce specifici diritti ai partecipanti ai fondi. Anche l'assimilazione dei fondi ai patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447 *bis* c.c. pare poco convincente, stante il fatto che il fondo non è un'azienda, né la società di gestione svolge un'attività qualificabile come attività di impresa (12).

Più recentemente, è invece stata avanzata in giurisprudenza l'opposta tesi della natura del fondo comune quale patrimonio *autonomo*, dotato di propria soggettività giuridica (13), che rende la ricostruzione maggiormente aderente alla natura dei fondi di investimento, "in ragione dei due elementi che più profondamente caratterizzano i fondi comuni di investimento: la 'doppia separazione' sia dal patrimonio dei partecipanti che dal patrimonio della SGR; la destinazione dei beni inclusi nel fondo (conferiti dai partecipanti) all'investimento avente le connotazioni descritte nel regolamento" (14). In particolare, il ragionamento alla base di tale impostazione si articola lungo due direttrici principali: in primo luogo, l'impossibilità di qualificare la posizione della SGR nei confronti del fondo come diritto di proprietà: l'attività della società di gestione che si estrinseca sul fondo e sui beni dello stesso è infatti "vincolata nel fine, nel metodo e nelle responsabilità", mancando così l'autonomia di disposizione dei beni che costituisce una della

caratteristiche del diritto di proprietà quale "diritto di godere e di disporre in modo pieno ed esclusivo del bene" ai sensi dell'art. 833 c.c. In secondo luogo, vi è la presenza di alcuni riferimenti normativi che forniscono indicazioni precise circa la sussistenza di una soggettività propria del fondo: l'art. 36, comma 6, T.U.F., che prevede la responsabilità del fondo "con il proprio patrimonio" per le obbligazioni contratte per suo conto; l'art. 6, comma 1, L. n. 183/2011, che ammette la possibilità per il fondo di "acquistare beni immobili"; il nuovo art. 57 T.U.F., che ammette i fondi comuni di investimento alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla Sgr che li gestisce. In tale prospettiva, quindi, il diritto del partecipante si caratterizza come diritto (non reale ma) di credito che si estrinseca - parrebbe - direttamente nei confronti del fondo, oltre che nei confronti della società di gestione.

Il tema, per la sua ampiezza e articolazione travalica lo scopo delle presenti note. Ai fini che qui rilevano, è sufficiente rilevare che - a giudizio di chi scrive - l'impostazione che attribuisce una propria soggettività al fondo è preferibile, poiché appare maggiormente aderente al dettato normativo.

È questa, quindi, la tesi interpretativa in merito alla natura del fondo sulla quale si fonda l'analisi relativa alla creazione di classi di quote che ci si accinge ad iniziare.

Le quote di partecipazione al fondo comune di investimento

Si è già rilevato che la normativa, primaria e secondaria, dedica particolare attenzione agli aspetti per così dire "estrinseci" della partecipazione (legati, cioè, alla forma con cui la partecipazione al fondo viene documentata (15)), mentre ben poco è detto in merito alle caratteristiche delle quote sot-

rebbe evidentemente "frutto della preoccupazione di assicurare una tutela forte agli interessi degli investitori che al fondo partecipino, evitando loro il rischio di veder intaccato il patrimonio del fondo da possibili azioni di terzi" più che della volontà di riferirsi alla possibilità del fondo di autodeterminarsi. I termini "autonomia", "distinzione" e "separazione" sarebbero quindi utilizzati come equivalenti dalla disposizione.

(12) Sul punto, più approfonditamente, G. Racugno, *SGR e contabilità del fondo*, in *Giur. comm.* 2016, II, 633 ss.

(13) Cfr. la già citata sentenza del Trib. Milano 10 giugno 2016, n. 7232.

(14) Al riguardo, si rileva che Banca d'Italia - in una recente risposta a "Quesiti in materia di risoluzione - applicabilità del *bail-in* alle disponibilità affidate da una SGR a un soggetto in risoluzione" - ha affermato che le passività aventi ad oggetto le risorse liquide di un fondo comune di investimento (OICVM o FIA), affidate a un depositario sottoposto a risoluzione, non

possano essere assoggettate a *bail-in*. In tale occasione, l'Autorità ha però precisato che "la medesima conclusione, tuttavia, non è suscettibile di essere estesa al caso delle disponibilità liquide di OICR diversi dai fondi comuni di investimento (Sicav e Sicaf) affidate a un depositario posto in risoluzione. In questi casi, infatti, la legge non prevede una protezione in sede concorsuale per le disponibilità liquide né, a parere di questo Istituto, le disposizioni che sanciscono l'autonomia patrimoniale a beneficio dei fondi comuni di investimento possono essere suscettibili di applicazione analogica in ragione del loro carattere eccezionale".

(15) Il riferimento è, in particolare, all'art. 37 del TUF e alla relativa normativa di attuazione contenuta nel Regolamento sulla Gestione Collettiva (Tit. V, Cap. VII). Non casualmente il dibattito dottrinale in materia di quote, come anticipato in premessa, si è storicamente concentrato, più che sull'analisi della sostanza dei tratti caratteristici della partecipazione, sulla natu-

to il profilo dei diritti che le stesse attribuiscono al partecipante al fondo. Al riguardo, il TUF (16) si limita, infatti, a: (i) prevedere che le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono nominative o al portatore, secondo quanto previsto nel regolamento del fondo; (ii) attribuire al regolamento del fondo il compito di disciplinare i “rapporti” fra i soggetti coinvolti nella gestione del fondo comune di investimento e le “modalità” della partecipazione allo stesso.

Stante la carenza di norme di dettaglio, l'interprete può - seppur limitatamente - trovare utili elementi nella disciplina delle società per azioni: la circostanza per la quale nei fondi il patrimonio è rappresentato da quote offre, di per sé, una certa assonanza con tale disciplina delle società azionarie e con la suddivisione in quote del capitale. Anche nel fondo di investimento, la quota assolve ad una funzione organizzativa e di unità di misura della partecipazione del singolo titolare (17).

È, quindi, indubbio che il regolamento di un fondo comune possa prevedere l'emissione di quote dotate di diritti diversi, analogamente a ciò che dispone l'art. 2348 c.c. per le società (18).

Resta, però, l'interrogativo in merito alle condizioni ed ai limiti di tale differenziazione.

Nel silenzio della normativa, il riferimento principale è rappresentato proprio dalla natura del fondo comune: essendo un patrimonio autonomo, dotato di propria soggettività giuridica, può innanzitutto affermarsi che il partecipante non sia titolare di alcun diritto reale sui beni del fondo. Egli gode di un diritto di credito, che l'investitore vanta su, e nei

confronti, del fondo, incorporato nello strumento finanziario-quota (19).

È però evidente che l'insieme dei rapporti intercorrenti tra il partecipante e il fondo (e la Sgr) non si esaurisce in tale diritto di credito, ma è decisamente più ampio (20). Esso è definito - e disciplinato - dal regolamento di gestione del fondo (21).

Ciò non significa, però, che in relazione ai fondi UCITS l'autonomia contrattuale sia priva di vincoli, o che l'individuazione del contenuto della quota di partecipazione possa essere liberamente definita, dovendo necessariamente essere rispettati i limiti derivanti sia da norme espressive di divieti e obblighi specifici, sia dalla necessità di garantire che il contenuto della partecipazione sia coerente con la causa tipica del contratto di gestione (22).

Le “classi” di quote di partecipazione

Il punto di partenza dell'analisi è rappresentato, ovviamente, dalla Direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati, la quale riconosce espressamente la possibilità per un fondo di offrire diverse classi di quote ai propri sottoscrittori, ma rimane silente in merito a quali siano i parametri di differenziazione tra le diverse classi e gli eventuali limiti a tale differenziazione. È questa una possibilità distinta dalla suddivisione del fondo in comparti (c.d. “*sub funds*”), che sono parti separate di un fondo comune, soggette alle disposizioni previste nel regolamento di gestione del fondo, e dotate di un loro specifico obiettivo di investimento. I beni facenti parte di un comparto sono mantenuti separati dai beni degli altri comparti e sono legalmente

ra dei certificati rappresentativi delle stesse, al fine di stabilire se gli stessi potessero essere considerati titoli di credito.

Al riguardo, è sufficiente nella presente sede osservare che la natura cartolare degli stessi è ormai comunemente accettata.

(16) Artt. 36 e 37.

(17) Desta, pertanto, alcune perplessità la previsione contenuta nel Regolamento sulla gestione collettiva che fa riferimento ai soli OICR in forma societaria (es. SICAV): “i partecipanti [...] non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell'OICR e delle attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento, fermo restando l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societari”. Sebbene sia indubbio che la posizione dei quotisti non sia assimilabile a quella degli azionisti di una SICAV, non si comprende perché tali diritti - in quanto applicabili - non possano essere riconosciuti anche ai partecipanti dei fondi contrattuali (si pensi al caso dell'assemblea dei quotisti nei fondi alternativi di *private equity* o di *private debt*). Al riguardo si v. Carrière, *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *RDS - Rivista di diritto societario*, I, 2011, 39 ss.

(18) Così, F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, 156 ss., il quale evidenzia come il raffronto con la disciplina applicabile agli OICR statuari, con particolare riguardo alla possibilità

di emettere diverse categorie di azioni, fornisce dati contrastanti, a conferma del fatto che il sistema non è perfettamente coordinato: “*se, infatti, alle SICAV è preclusa l'emissione di categorie diverse di azioni, ciò è - di contro - consentito alla SICAF. La materia delle classi di quote è, invece, per gli OICR contrattuali, interamente rimessa all'autonomia negoziale*”.

(19) F. Annunziata, *op. ult. cit.*, 156; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016.

(20) Netta è, quindi, la differenza rispetto al rapporto che intercorre tra obbligazionista e società, riferito esclusivamente al rapporto di mutuo-finanziamento sottostante.

(21) Al riguardo, è utile ricordare che le quote di partecipazione sono titoli di credito causali, il che determina l'efficacia delle previsioni del regolamento pur in assenza di un regime legale di pubblicità analogo a quello previsto per le società. Tale aspetto è maggiormente rilevante nell'ambito dei fondi alternativi, ad esempio con riferimento al mancato rispetto, da parte dei partecipanti, delle clausole del regolamento di gestione che prevedono clausole di gradimento, il possesso di determinati requisiti per poter sottoscrivere le quote, o l'obbligo di versamenti iniziali.

(22) Similmente a quanto sostenuto con riferimento alle società per azioni: si v. per tutti AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2005, 12.

separati. A livello nazionale, l'art. 36 TUF è chiaro nel prevedere che ciascun comparto di uno stesso fondo "costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società" (23).

È altresì chiaro che la creazione di una classe di quote non comporta necessariamente la creazione di un comparto in relazione a ciascuna classe, anzi la prassi domestica è nel senso di prevedere due o più classi a valere sull'intero fondo. Dunque, una classe di quote attribuisce ai propri sottoscrittori - che investono nello stesso fondo/comparto - diversi diritti, i quali sopportano i costi specifici connessi a tale classe di quote.

Gli esempi più frequenti riscontrabili nel settore differenziano gli investitori che possono accedere alle diverse classi in base alla loro classificazione (investitori professionali, investitori al dettaglio) e attribuiscono un diverso onere commissionale. La disciplina - di carattere esclusivamente secondario (24) - si limita peraltro a prevedere che il regolamento del fondo debba disciplinare le "caratteristiche delle classi di quote eventualmente previste" e le condizioni, che devono essere definite in modo oggettivo, "per accedere alle varie classi di quote". Se è quindi ricavabile il - peraltro ovvio - principio per cui le quote differiscono se esse presentano diverse caratteristiche le une rispetto alle altre, nulla è detto in relazione a quali diversità nelle caratteristiche e nelle condizioni siano idonee configurare una categoria di quote.

Al riguardo, sembrerebbe di potersi immaginare abbastanza agevolmente che mentre le "condizioni" cui la norma si riferisce siano circostanze di fatto che devono sussistere affinché il partecipante possa validamente sottoscrivere le quote (ad esempio l'ammontare minimo di sottoscrizione, o la qualifica di investitore professionale), le "caratteristiche" ivi menzionate siano invece riferibili ai profili sostanziali della partecipazione e riguardino appunto i diritti che le quote attribuiscono ai sotto-

scrittori. Ciò, sia per evidenti ragioni lessicali (fra le caratteristiche delle quote non possono ragionevolmente che farsi rientrare i diritti che le stesse attribuiscono) sia per ragioni di analogia con la disciplina delle azioni (che paiono essere il termine di paragone più prossimo delle quote di fondi comuni (25)), in relazione alle quali è prevista la necessità di creazione di apposite categorie appunto ove vogliano essere attribuiti "diritti diversi" ai sottoscrittori (26).

Se diritti diversi possono essere attribuiti ai sottoscrittori di quote del medesimo fondo, pare invece di doversi escludere che variazioni alla posizione giuridica possano essere previste all'interno della stessa classe di quote (27). Tale interpretazione parrebbe imposta dalla considerazione del principio di parità di trattamento dei partecipanti al fondo sancito dall'art. 35 *decies* del TUF con riferimento ai fondi diversi dai FIA riservati, che prevede che la società di gestione del risparmio debba garantire parità di trattamento a tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito - nel rispetto delle condizioni dettate dalla normativa di secondo grado emanata dalle competenti autorità di vigilanza.

Posto che distinzioni fra i diritti attribuiti ai quotisti possono chiaramente esistere, il riferimento alla parità di trattamento è quindi da intendersi come relativo, e conseguentemente da interpretarsi nel senso di imporre - ancora, similmente a quanto accade per le azioni di società - condizioni di parità esclusivamente all'interno della medesima categoria di quote (28).

Una notazione a parte merita il caso del fondo contrattuale alternativo: sebbene il modello standardizzato della gestione "in monte", da un lato, e il principio di parità di trattamento, dall'altro, indurrebbero a ritenere illegittimi trattamenti differenziali (o, addirittura, preferenziali) ad uno o più quotisti, l'art. 23, comma 1, lett. j), della direttiva AIFM depone in senso opposto. Esso, infatti, dispone di inserire tra le informazioni da rendere ai potenziali sottoscrittori "una descrizione del modo in cui il GEFIA garantisce l'equità di trattamento degli

(23) A livello di disciplina primaria non è più presente la prescrizione secondo cui le quote devono essere tutte di eguale valore e attribuire uguali diritti, contenuta nella L. n. 77/1983. Le classi di quote sono inoltre espressamente menzionate nel Regolamento sulla Gestione Collettiva.

(24) Riferita peraltro ai soli fondi diversi da quelli riservati

(25) Cfr. C. Gandini, *Partecipazione ai fondi comuni e certificato cumulativo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 1996, 477 ss.; anche Lener, *op. cit.*, 413.

(26) Ai sensi dell'art. 2348 c.c.

(27) In tal senso anche l'Opinion ESMA 30 gennaio 2017,

ref. 34-43-296 del 30 gennaio 2017 su cui v. *amplius infra*.

(28) Maggiore flessibilità sembrerebbe invece possibile nell'ambito dei FIA riservati, con riferimento ai quali la stessa disposizione ammette "trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori" purché rispettosi della normativa applicabile ai sensi della direttiva 2011/61 (AIFMD). Si potrebbe quindi ipotizzare che per tale tipo di FIA, variazioni siano ammissibili anche all'interno della medesima categoria, venendosi così a creare quote dotate di diritti diversi nell'ambito di categorie omogenee.

investitori e, quando un investitore ottiene un trattamento preferenziale o il diritto di ottenere un trattamento preferenziale, una descrizione del trattamento preferenziale, il tipo di investitori che ottengono tale trattamento preferenziale nonché, ove pertinente, i loro legami giuridici o economici con il FIA o il GEFIA”.

Dunque, risulta ammissibile anche la “personalizzazione” della partecipazione al fondo alternativo, a condizione - però - che la stessa sia resa nota agli altri partecipanti. In altre parole, la trasparenza pre-contrattuale è il contrappeso normativo alla disparità di trattamento.

Quote e rischiosità dell'investimento

Alla luce delle conclusioni sopra raggiunte, è ora possibile chiedersi fino a che punto il contenuto della partecipazione in un fondo UCITS e non possa essere differenziato fra un partecipante e l'altro, così da creare “classi” di quote tra loro diversificate sotto il profilo delle attribuzioni economiche.

Più precisamente, si vuole verificare se la distinzione possa andare al di là di un diverso livello di costo del servizio di gestione collettiva sulla base di situazioni oggettive riferibili al sottoscrittore. Tale consolidata prassi non comporta, infatti, alcun impatto sulla nozione di gestione collettiva e/o sulla struttura del patrimonio autonomo rappresentato dal fondo comune.

Muovendo da tale constatazione, ci si vuole interrogare in merito alla legittimità di una differenziazione del profilo rischio/rendimento tra classi di quote, il che significa rispondere al seguente interrogativo: il profilo rischio/rendimento è un tratto caratterizzante il fondo comune che, in quanto tale, deve essere unico per ciascun sottoscrittore poiché unico è il patrimonio del fondo ed unitaria la sua gestione?

Nell'assenza di una disciplina al riguardo, un interrogativo di fondo a cui deve risponderci nella prospettiva di evidenziare eventuali limiti che si impongono all'autonomia del gestore nell'ambito di tale variazione, è se il profilo di rischio rilevi quasi come una sorta di “DNA” del fondo, che come tale, è impresso invariabilmente in tutte le quote ed è quindi presente in ciascuna classe in cui il fondo sia eventualmente suddiviso, o se viceversa, pur caratterizzando il fondo, non assurga a un tale rilievo e possa quindi esser variato con riferimento a singole categorie di partecipanti.

Nel tentativo di dare risposta all'interrogativo, pare necessariamente di doversi indirizzare, primaria-

mente, verso l'analisi della definizione legislativa del servizio di gestione collettiva del risparmio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. n), TUF e da quella, a essa strettamente connessa, di “organismo di investimento collettivo del risparmio - Oicr” di cui all'art. 1, comma 1, lett. k), TUF, da cui emergono gli elementi qualificanti della causa del contratto di gestione sui cui si fonda la fisionomia del rapporto tra partecipante e fondo.

Di primaria rilevanza ai fini della ricostruzione degli aspetti partecipativi, appare, innanzitutto, la circostanza che la gestione del patrimonio di proprietà del fondo avvenga “in monte”. In ciò, si è rilevato, risiederebbe l'essenza stessa del rapporto: la società di gestione raccoglie il patrimonio per investirlo nell'interesse dei partecipanti secondo una politica di investimento predeterminata (ma modificabile unilateralmente da parte della società di gestione) e dalla quale, per espressa previsione normativa deve emergere - con chiarezza - il profilo di rischio/rendimento che “caratterizza” il fondo.

Il riferimento alla rischiosità dell'investimento si ricollega, quindi, a un tratto essenziale del fondo quale patrimonio “autonomo” destinato a essere investito al fine di permettere al partecipante la realizzazione di un guadagno finanziario. Tale caratterizzazione si riflette sulla posizione del quotista, sotto forma di diritto alla buona gestione del fondo, il cui contenuto è necessariamente parametrato al livello di rischio di perdita ritenuto accettabile dal partecipante stesso. Così, una perdita del patrimonio del fondo conseguente al concretizzarsi dei rischi finanziari (di mercato, di tasso, ecc.) non determinerebbe una responsabilità in capo al gestore che, diligentemente, abbia gestito il portafoglio assumendosi rischi coerenti con la politica di investimento resa nota nel regolamento di gestione ed accettata dai partecipanti. Diversamente, il gestore sarebbe responsabile delle perdite imputabili a *mala gestio* da parte della società di gestione. È quindi il profilo di rischio che il partecipante accetta attraverso l'adesione contrattuale al regolamento del fondo a determinare la posizione economica del quotista nei confronti del fondo: maggiore sarà il grado di rischio accettato, maggiore saranno il guadagno e la perdita possibili.

Con riferimento alla posizione del partecipante, vengono poi in rilievo altri diritti di natura marcatamente economica, che hanno ad oggetto la liquidazione della quota nel caso di uscita dei partecipanti dal fondo (nei fondi aperti) e la ripartizione dei proventi, alla scadenza della durata del fondo, nel caso dei fondi cc.dd. ad accumulo o periodica-

mente nel caso dei fondi cc.dd. a distribuzione. In tal caso, la quota non solo attribuisce tali diritti, ma ne costituisce anche la misura: l'ammontare delle somme dovute al partecipante a valere sul fondo è infatti commisurato al numero delle quote possedute e al loro valore unitario (determinato dividendo il NAV del fondo per il numero delle quote emesse). Specularmente, il partecipante ha l'onere di corrispondere al gestore una commissione di gestione.

Diversamente non pare di potersi ricomprendere nella causa tipica del rapporto di gestione collettiva, che conforma la struttura della partecipazione ai fondi comuni (ossia gli OICR contrattuali), l'esercizio di diritti amministrativi aventi ad oggetto il patrimonio del fondo. La necessità che la gestione avvenga "in autonomia" dai partecipanti, per utilizzare l'espressione contenuta nella definizione legislativa di Oicr, impone di escludere, perlomeno in linea generale, l'attribuzione di diritti amministrativi che prevedano competenze gestorie in capo ai partecipanti (il che contribuisce, evidentemente, a rafforzare la tesi che esclude qualunque tipo di diritto reale in capo ai partecipanti sui beni del fondo, e avvalorata, invece, la ricostruzione che vede il fondo come ente dotato di soggettività propria).

La posizione dell'ESMA

La domanda alla quale si è provato a dare una prima risposta si ricollega a una notazione formulata dall'ESMA in un *Opinion* pubblicato recentemente in materia di classi di quote di fondi UCITS (29). Nel documento l'ESMA propone la propria interpretazione al riguardo, secondo la quale la caratteristica essenziale delle classi di quote - ferma la loro diversità rispetto a determinate caratteristiche - sarebbe quella di essere avere lo stesso "*investment objective*" (locuzione che parrebbe di potersi assimilare alla "*politica di investimento*" del fondo cui si riferisce il Regolamento sulla Gestione Collettiva) il quale dovrebbe, quindi, essere applicato al medesimo insieme di beni (*pool of assets*), ossia al patrimonio del fondo nella sua interezza. In questo senso, il binomio fra obiettivo/politica di investimento e beni sui cui la stessa è applicata, caratterizzerebbe a livello ontologico il fondo, e per conseguenza, le parti in cui lo stesso è suddiviso. Conseguentemente, l'emissione di diverse classi di quote non permetterebbe al gestore di differenziare diritti con-

nessi al risultato della gestione (*performance*), né la politica di investimento di un fondo UCITS, intesa quale profilo di rischio unico per tutti i partecipanti, che dovrebbe essere identica per tutte le classi di quote.

Tuttavia, attualmente, in alcuni ordinamenti UE è possibile differenziare il profilo rischio-rendimento a livello di quota del fondo (c.d. *hedging overlay*), e ciò in considerazione del fatto che tale profilo risulterebbe ridotto rispetto a quello tipico del fondo nel suo complesso.

Il riferimento è alle classi in relazione alle quali - grazie al ricorso a strumenti finanziari derivati - viene modificato (generalmente, ridotto) un determinato profilo di rischio (es. rischio tasso, rischio valuta, ecc.). I costi connessi all'impegno dei derivati, sebbene a carico del fondo nel suo complesso, vengono *contabilmente* attribuiti soltanto alla classe interessata. Esse quindi sono profondamente diverse dalle classi di quote presenti nell'industria nazionale, ove le stesse permettono semplicemente di utilizzare una valuta per le sottoscrizioni (es. USD) diversa dalla valuta di denominazione del fondo (es. Euro). Queste ultime, infatti, non alterano in alcun modo il profilo di rischio del fondo, limitandosi ad evitare al partecipante di operare una conversione valutaria prima della sottoscrizione.

Ove si ammettesse la legittimità del *hedging overlay*, il profilo rischio-rendimento non sarebbe tanto una caratteristica necessariamente unica del fondo, quanto piuttosto un limite massimo il quale non può essere superato ma soltanto ridotto. Non sorprende, quindi, che la conclusione dell'ESMA abbia incontrato la ferma opposizione di alcuni operatori dell'industria, che hanno negato una tale corrispondenza biunivoca tra politica di investimento/asset da una parte e rischiosità dell'investimento dall'altra. Questi hanno in particolare osservato che - per quanto sia evidente come il profilo di rischio costituisca un tratto particolarmente rilevante della posizione del quotista rispetto al fondo - non sembra necessariamente di doversi propendere per una tale soluzione, in quanto non paiono sussistere elementi dirimenti per concludere circa la necessità di sottoporre i partecipanti al fondo al medesimo profilo di rischio.

Effettivamente, sotto il profilo teorico, la natura del fondo e del rapporto che lega lo stesso al partecipante non sembrerebbe impedire - di per sé -

(29) ESMA 30 gennaio 2017, ref. 34-43-296 (reperibile sul sito www.esma.europa.eu), che è stato preceduto da una consultazione pubblica della stessa ESMA sul medesimo argo-

mento (ESMA/2016/570 del 6 aprile 2016 e, precedentemente, ESMA/2014/1577 del 22 dicembre 2014).

che, una volta che l'obiettivo di investimento abbia prodotto i propri effetti, determinando il risultato di gestione, su quest'ultimo possano intervenire forme di garanzia che differenzino il rischio di perdita finanziaria cui i partecipanti sono esposti. Nel silenzio della normativa comunitaria, un elemento interpretativo è costituito dal fatto che il riferimento alle classi è contenuto nella sezione della Direttiva relativa alla commercializzazione, e non in quella relativa alla politica di investimento. Sebbene tale argomento non paia, invero, conclusivo, l'ESMA lo ha considerato tale al fine di escludere la possibilità di differenziare le quote in relazione al profilo rischio-rendimento, dovendo il fondo condividere una medesima politica di gestione. In tale prospettiva l'affermazione della necessaria presenza di una politica di gestione applicabile, appunto, alla generalità dei quotisti appare coerente con la caratterizzazione "collettiva" dell'investimento in fondi. In quest'ottica, la previsione di politiche di gestione diverse in relazione al medesimo fondo, oltre che difficilmente attuabile a livello pratico, parrebbe porsi in contrasto con il carattere collettivo dell'investimento che caratterizza la causa tipica della gestione collettiva, finendo per collocare l'operazione nell'orbita delle gestioni individuali che sono, com'è noto, caratterizzate da politiche di gestione articolate attorno agli obiettivi di rischio/rendimento ritagliate sulle esigenze individuali dell'investitore.

L'Autorità - tuttavia - non ha ritenuto di dover spingere la propria posizione sino al punto di ritenere le classi con *currency risk hedging* incompatibili con le disposizioni della Direttiva, affermando che "la copertura del rischio valutario a livello di quota è compatibile con il principio di obiettivo di investimento comune", e ciò in considerazione del fatto che non tutti gli Stati membri hanno la stessa valuta. Pertanto, prosegue l'ESMA, tale differenziazione valutaria ("*currency risk hedging*") è un modo per "supportare il mercato unico ed un mezzo per livellare il campo da gioco nell'ambito dell'UE" (30).

Al riguardo, pare possibile ritenere contraddittoria l'affermazione dell'ESMA secondo la quale la copertura del rischio valutario è compatibile con il principio fondamentale di un "obiettivo di investimento comune" per ciascun fondo, *recte* un medesimo profilo rischio-rendimento. Essa appare - più

semplicemente - un'eccezione (intenzionale) a tale principio.

In secondo luogo, la giustificazione a supporto della stessa pare, da un lato, poco convincente e, dall'altro, tale da aver ripercussioni applicative non volute. In relazione al primo profilo, è sufficiente osservare che la prassi comunitaria (e nazionale) è nel senso di coprire il rischio di cambio su USD, Yen o Sterline, e non su Leu romeni o in Kune croate.

Con riguardo al secondo profilo, si osserva che se la motivazione dovesse essere presa quale chiave interpretativa per la definizione del perimetro entro il quale il *currency hedging* è lecito, sarebbe dubbia la legittimità delle classi che coprono il rischio su dollari statunitensi (o in Sterline). Atteso che la sopravvenuta illiceità di tale prassi avrebbe sull'industria europea del risparmio gestito impatti ben più negativi di quelli positivi derivanti dal *level playing field* cui fa riferimento l'*Opinion*, è auspicabile che le Autorità di Vigilanza nazionali si limitino a prendere atto della compatibilità del *currency hedging*, a prescindere da quale sia la valuta la cui oscillazione è coperta tramite derivati.

In conclusione, secondo l'ESMA il principio dell'unitarietà dell'obiettivo di investimento comune ammette eccezioni, ma - ad oggi - ne è ammessa soltanto una, quella valutaria (a prescindere, auspicabilmente, dalla valuta).

Ulteriori diversificazioni paiono dover necessariamente passare perciò attraverso l'istituzione di comparti, mediante la quale potranno ottenersi tutti quegli effetti di diversificazione della posizione del partecipante che sarebbero invece preclusi dal ricorso alla semplice strutturazione delle quote del fondo in classi. Solo con la creazione di comparti sarà pertanto possibile prevedere, all'interno del medesimo fondo, diverse politiche/obiettivi di investimento nonché diversi pool di *asset* giuridicamente distinti gli uni dagli altri (31).

Conclusioni

Ferme le riserve di cui sopra, occorre prendere atto di quanto espresso dall'ESMA nella sua *Opinion* che, per quanto non vincolante, appare sicuramente destinata a orientare gli operatori nella strutturazione delle classi.

Tuttavia, stante la limitazione dell'oggetto di tale documento ai soli fondi UCITS, rimane da chie-

(30) Traduzione non ufficiale del testo inglese attualmente disponibile.

(31) In tal senso, è significativo che il Regolamento sulla

Gestione Collettiva richieda l'adozione di una specifica politica di investimento per ogni comparto eventualmente presente nel fondo.

dersi se possa ritenersi ammissibile la previsione di classi di quote con profili di rischio differenti con riferimento ai FIA.

Il quesito ha ragione di porsi in considerazione del fatto che la regolamentazione europea in tema di FIA di cui alla direttiva 2011/61/UE (AIFMD) regola l'attività di gestione del prodotto e non, invece, il prodotto stesso. Ne consegue che né la AIFMD, né il regolamento delegato n. 231/2013, contengono una norma che disciplini la creazione delle quote. Ciò fa venir meno il riferimento normativo utilizzato dall'ESMA per fondare la propria conclusione in materia di fondi UCITS: la direttiva che li disciplina prevede le quote nell'ambito della disciplina della commercializzazione, e non in quella della politica di investimento (32).

All'assenza di norme di rango comunitario di aggiunge la mancanza di disposizioni nazionali: né il TUF, né il Regolamento sulla Gestione Collettiva contengono previsioni atte a fornire una risposta all'interrogativo.

Vi è, però, un elemento che milita a favore della tesi secondo la quale sarebbe possibile creare classi di quote di FIA con "*derivatives-based hedging arrangement at share class level*", non limitati alla copertura del rischio valutario. Ci si riferisce alla previsione secondo la quale è ammissibile che un gestore di FIA accordi un "trattamento preferenziale" ad

uno o più investitori, a condizione che ciò "non possa provocare un danno significativo generale ad altri investitori" (33).

Si potrebbe, infatti, argomentare che essendo lecito trattare in modo preferenziale un investitore, dovrebbe essere lecito anche creare una classe (le cui condizioni di accesso oggettive sono chiaramente descritte nel regolamento del FIA) il cui profilo di rischio sia inferiore rispetto a quello del fondo nel suo complesso.

Al riguardo, si potrebbe tuttavia obiettare che: (i) anche nei FIA la gestione avviene "in monte" a valere su un patrimonio unico in modo, per così dire, *standardizzato*, il che mal si concilia con la diversificazione del profilo rischio-rendimento tra classi di quote; (ii) nel regolamento delegato UE n. 231/2013 gli esempi di trattamenti preferenziali non sono relativi a tale aspetto (34).

Entrambe queste osservazioni non paiono essere conclusive e, in particolare, non lo è la seconda, stante l'espressa previsione di "altri casi" di trattamenti preferenziali.

Il dibattito è quindi destinato a continuare, e ciò anche in considerazione dell'avvio di fondi di credito in relazione ai quali l'adozione di classi con "*derivative overlay*" offrirebbe alcuni indubbi vantaggi.

(32) Si v. sopra.

(33) Art. 23, comma 2, regolamento Delegato UE n. 231/2013, ripreso dall'art. 35 *decies* T.U.F.

(34) Essi sono relativi a: le informazioni fornite agli investitori (*side letters*); le condizioni di liquidità degli investitori e le condizioni tariffarie per gli investitori.