

## Capitolo 1

### INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Lo “stato dell’arte”. – 2. Arte e finanza. – 3. Il senso di uno studio sugli *art funds* (proprio ora).

#### 1. Lo “stato dell’arte”

Con queste prime riflessioni, si vuol far emergere perché la domanda di *art funds* può subire un incremento in questo momento, e da qui il senso del presente lavoro.

Mentre si scrivono queste pagine, è ancora vicino il ricordo del novembre 2015, che è stato un mese difficile – con la strage di Parigi, il Decreto bail-in del Governo, le cadute della borsa cinese, la debolezza delle materie prime –, e, lo si sa, lo stato d’animo cambia le scelte degli investitori.

Si assiste ad esempio ad una ripresa del mercato immobiliare: anche se può trattarsi di un fenomeno casuale, di scelte meditate per mesi e giuste a maturazione indipendentemente dagli ultimi eventi, sicuramente si può leggere nella testa dei risparmiatori-investitori «uno stato d’animo che premia la voglia di una migliore qualità di vita da ricercare in un perimetro più contenuto» – quello della casa e delle passioni personali – «a scapito del grande piacere di altri consumi e dei sempre più pericolosi viaggi all’estero»<sup>1</sup>.

Come indirizzare il risparmio accumulato in questo frangente, resta un passaggio da definire, ma un dato è certo: le banche sono alla ricerca di prodotti nuovi che possano assicurare maggiori rendimenti, quelli che non arrivano più (da tempo) dai prodotti tradizionali.

Una recente ricerca<sup>2</sup>, infatti, mostra come la combinazione di rendimenti

---

<sup>1</sup> Così P. ZUCCA, *Lo stato d’animo cambia le scelte dei risparmiatori*, in *Plus24 – Il Sole 24 Ore*, 16 gennaio 2016, p. 1 e 3.

<sup>2</sup> Si tratta della Ricerca Mercer Italia: “*Asset allocation survey 2015*”.

ormai negativi su buona parte dei mercati obbligazionari dell'Eurozona, i modesti premi per il rischio riscontrabili sul mercato azionario e l'aumento della volatilità, rappresentano una grande sfida nell'ambito della costruzione dei portafogli e nella generazione di rendimenti attraenti. Per raggiungere i loro obiettivi, gli investitori sono chiamati ad accettare la sfida dettata da *asset class* e strategie meno familiari e più flessibili. La principale evidenza della ricerca è che questo cambiamento è già in atto.

Anche in Italia, già nel 2014 si è evidenziata la medesima tendenza, con le allocazioni su *alternative* – intese come attività al di fuori dei tradizionali mandati azionari, obbligazionari e *cash* – passate dal 6 al 10%. Un marcato decremento si è invece osservato nella componente obbligazionaria dei portafogli degli investitori istituzionali italiani, pari ad 8 punti percentuali.

Mentre gli investitori istituzionali europei aumentano la quota media riservata agli investimenti *alternative* di 2 punti percentuali (dal 12% al 14%), con un incremento delle risorse impiegate in questo genere di strategie di circa 30 miliardi di euro sul campione.

L'indagine ha inoltre rilevato un aumento significativo nell'utilizzo di strategie passive per le attività tradizionali: *core*, azionario e obbligazionario.

Gli investitori si concentrano infatti ora sulla gestione attiva soprattutto in segmenti *alternative*.

Altri dati, come quelli dell'Aifo (Associazione Italiana *Family Officer*), invece, parlano di una crescente domanda di consulenza patrimoniale globale: «la vera via per il controllo e la sostenibilità dei grandi patrimoni familiari» – recita una recente nota dell'associazione – «si basa su una visione strategica integrata che, oltre alla gestione degli *asset* liquidi, includa (...) valori di famiglia e del patrimonio intangibile».

L'acquisto di opere d'arte, come strategia di diversificazione per un portafoglio, potrebbe essere, nei momenti, come questo, di turbolenza dei mercati finanziari, un investimento con caratteristiche più difensive: mentre l'investimento in titoli attivi nei servizi per l'arte risulta più vulnerabile per le dinamiche dei mercati finanziari.

I pesanti crolli registrati dagli indici azionari delle principali piazze, complice la crisi cinese, non hanno infatti risparmiato il settore "arte", nel senso appena visto: in altre parole, con l'eccezione di qualche titolo del comparto *art media* (come la società Polacca *Artnews*), hanno perso i titoli di case d'asta, fiere e società di servizi di arte<sup>3</sup>.

Sia che l'attuale dinamica sia una correzione temporanea sia che abbia ef-

---

<sup>3</sup> M.A. MARCHESONI, *In Borsa l'arte soffre la crisi*, in *Plus24 – Il Sole 24 Ore*, 17 ottobre 2015.

fetti più duraturi, l'impatto sul mercato dell'arte non può non essere positivo, spostando la liquidità dal mercato azionario all'arte<sup>4</sup>.

Anche perché la situazione attuale non è nemmeno paragonabile alla crisi del mercato dell'arte della fine degli anni '90, seguita al crollo del mercato giapponese: nel 1996-1997 gli *art buyer* giapponesi erano molto più importanti sui mercati internazionali dell'arte degli attuali collezionisti cinesi. Inoltre, i giapponesi acquistavano utilizzando il *leverage*, che li obbligava ad un rientro immediato del finanziamento quando i creditori percepivano il peggioramento della situazione economico-finanziaria. I collezionisti erano così costretti a vendere le opere a prezzi molto bassi. Viceversa, in Cina si acquista arte perlopiù in contanti e sono improbabili vendite a prezzi inferiori<sup>5</sup>.

Del resto, forse non ci si è accorti che la scena dell'arte è profondamente cambiata negli ultimi tempi: tra il 2000 e il 2014 sono nati più musei che in tutto il XIX e XX secolo e, con 700 nuovi musei fondati ogni anno, il collezionismo pubblico e privato, avido di opere importanti, ormai traina la crescita del mercato. Tra luglio 2014 e giugno 2015, le aste di opere d'artisti nati dopo il 1954 hanno fatturato 1,76 miliardi di dollari, con un +1800% in 15 anni (fonte Artprice).

I collezionisti continuano a rincorrere gli stessi nomi: il 68% del fatturato globale delle aste di contemporanea, pari a 1,2 miliardi di dollari (fonte Artprice), ruota attraverso a 100 artisti, il 35% a 10 ed il 18% a tre artisti.

Tra le categorie di collezionisti di arte, se ne rileva una, di recente formazione, quella degli investitori, che rappresenta già il 24% del mercato.

Del resto, non sono pochi i segnali che indicano come il settore si sia oramai ampiamente "finanziarizzato", al punto che l'arte ha oramai trovato un posto stabile nelle pagine economiche dei quotidiani – è divenuto consueto l'appuntamento con le pagine di *ArtEconomy* nel «Plus24» de «Il Sole 24 Ore» del sabato –, e forse, a ben guardare, se ne parla quasi più, o perlomeno più costantemente, in tali pagine che in quelle culturali (altro esempio è l'inserito «Corriere Economia» del «Corriere della Sera» del lunedì, che da anni

---

<sup>4</sup> Più fantasiosi, e di piccolo cabotaggio, invece, appaiono i consigli di articoli come quello di S. RICCIO, *Tra auto, borse e vino è il lusso all'europea il nuovo bene rifugio*, in *La Stampa*, 19 gennaio 2016, che consiglia, quando la finanza arranca, piuttosto di acquistare una *Hermes Birkin Bag*, le cui quotazioni si rivaluterebbero del 14,2% annuo, o delle scarpe di Valentino *Rockstud*, che sui siti dell'usato costano un 15% in più del loro valore in boutique.

<sup>5</sup> Così Serge Tiroche, co-fondatore del fondo *Art-Vantage*, focalizzato sull'arte contemporanea dei mercati emergenti, intervistato nelle pagine di *ArtEconomy* di *Plus 24 – Il Sole 24 Ore*, 29 agosto 2015.

concede uno spazio fisso, di una pagina, alle aste ed al mercato dell'arte).

Gli artisti dal canto loro si sono messi nella logica del profitto, innanzitutto creando e rafforzando il loro *brand*<sup>6</sup>: le opere d'arte diventano un *brand* o per l'artista stesso; o per il gallerista da cui si compra; o per la collezione da cui provengono; o per il museo in cui sono state esposte o le case d'aste per le quali sono passate.

Il fenomeno non è nuovo, già agli inizi del Novecento si diceva “ho comprato un Leo Castelli” – un banchiere italiano che aprì una galleria a New York nel 1957, diventando l'erede di Duveen e Vollard –, invece che il nome dell'artista. Ogni epoca della storia dell'arte è segnata da uno o due galleristi: la storia dei galleristi di *brand* ebbe inizio alla fine del Diciannovesimo secolo con Joseph Henry Duveen, che si racconta abbia venduto a Henry e Arabella Huntingdon il quadro *The Blue Boy* di Thomas Gainsborough per 182.000 sterline (l'equivalente di circa 2,2 milioni di sterline o 4 milioni di dollari del 2007), a quel tempo di proprietà del Duca di Westminster, senza averlo mai incontrato!

Ambroise Vollard era invece uno studente francese di legge che portò il modello Duveen – che fu il primo a capire il desiderio di accettazione sociale dei suoi clienti ed a vendere *status* sociale in forma di opere – nell'arte impressionista.

Anche per gli artisti, non occorre aspettare Andy Warhol con la sua *factory*, o gli analoghi modelli produttivi di Jeff Koons, Damien Hirst o Takashi Murakami, che hanno schiere di collaboratori alle loro dipendenze – solo a Tokyo, Murakami ha cento persone, ma ha una sede anche a New York e tanto materiale stoccato in magazzini –, per individuare degli artisti che si muovono nel loro mercato come fossero un marchio: secondo il catasto fiorentino del 1480 il “depintore” più ricco della città era Neri di Bicci, le cui fortune non erano dovute alle pale d'altare bensì alla vendita di “tabernacoli da camera”, costituiti da un'immagine sacra fatta con uno stampo incorniciata con una “cornisetta”. Una fortuna che arrotondava grazie ad una bottega che disegnava anche tessuti e decorava.

E ancora: Francesco Raspantini, un allievo del Domenichino, nel 1667 teneva a bottega ben 1.778 dipinti pronti all'uso e dall'inventario del negozio di Pellegrino Prei nel 1699 si apprende che aveva stoccato 2.941 quadretti in tela e rame, pronti per tutti i gusti<sup>7</sup>, per quello che oggi chiamo-

---

<sup>6</sup> Per un approfondimento sul tema, cfr. per tutti D. THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, Milano, 2009, in particolare p. 13 ss.

<sup>7</sup> Le notizie riportate nel testo sono tratte da P. PANZA, *Le caramelle della star*, in *La lettura – Corriere della Sera*, 24 maggio 2015.

remmo *merchandising*, che è un altro modo di dire *brand*.

Musei come il Moma, o la Tate, case d'asta come Christie's, collezioni prestigiose come quella di Saatchi sono poi altri casi di *brand* (ed in effetti fanno *merchandising*).

Quest'ultimo dà sicurezza ai collezionisti che né l'opera né il suo prezzo verranno mai messi in discussione.

Il collezionista si fida del suo gallerista (di *brand*) nello stesso modo in cui si fida del suo consulente finanziario.

È l'idea di acquistare l'arte con le orecchie invece che con gli occhi, di acquistare quello che ci si aspetta che l'artista varrà in futuro.

Ci sono poi dei *case studies* molto singolari – e ancora tutti da studiare (anche se non è questa la sede) –, che in altro modo ci parlano di “finanziarizzazione” dell'arte: molto interessante è quello utilizzato da Christo per finanziare l'ultima opera realizzata con la moglie, *The Gates*, nel 2005 a New York.

L'investimento della coppia – che paga di tasca propria i lavori – si aggirava sui dieci milioni di dollari, ottenuti attraverso una linea di credito presso Bank Leu e una consociata del Credit Suisse, dando a garanzia opere e lavori per un valore di 60 milioni di dollari. In cambio, Christo si è trovato a pagare una rata annuale di diecimila dollari.

Un modello di business di questo tipo è raro nel mondo dell'arte, ma è sicuramente un modello esemplare, studiato anche dall'Università di Harvard.

Così leggiamo nel comunicato stampa del 3 aprile 2005 di *Bank Leu*, che la banca: «non ha esitato un momento quando le si è presentata l'opportunità di contribuire al successo del progetto *The Gates* non mediante una sponsorizzazione, ma attraverso una collaborazione. La soluzione sviluppata con la *CS Advisory Partners AG*, che prevede il coinvolgimento dei clienti nel finanziamento, risulta essere molto innovativa. Tale collaborazione instaura un legame fra la coppia di artisti, gli investitori privati e la *Bank Leu*, che va al di là di un normale rapporto bancario»<sup>8</sup>.

## 2. Arte e finanza

In tempi più recenti poi ci si è spinti anche oltre affermando una vera e

---

<sup>8</sup>La fonte di queste notizie è la pagina delle Arti di *Pagina 99 we – Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2016.

propria equazione tra arte e strumenti finanziari: non banali in tal senso sono le riflessioni di Bini Smaghi<sup>9</sup>, che evidenzia come ciò che si può osservare in un arco di tempo sufficientemente lungo è che le opere più famose sono anche quelle che valgono di più dal punto di vista monetario, pur con tutte le oscillazioni che possono registrarsi nel tempo: con opere o artisti ben quotati e poi finiti nell'oblio, o viceversa artisti a lungo ignorati o sottovalutati che hanno visto impennarsi le loro quotazioni.

“Questo tipo di comportamento” – precisa Bini Smaghi<sup>10</sup> – “non è poi molto diverso da quello registrato da altre attività finanziarie”.

In tale contesto viene citato anche Sir Alan Bowness, già direttore della Tate Gallery, che tra i primi ha svelato ciò che agli addetti ai lavori è ben noto da sempre: ovvero come il successo artistico sia il risultato di un processo sistemico.

Del resto, non è una novità come vi siano studi statistici ed empirici che dimostrano che vi è una forte correlazione tra la quotazione di mercato degli artisti ed il loro riconoscimento da parte della critica (misurato anche attraverso il numero di citazioni in libri e riviste di settore).

Chi conosce i mercati finanziari, conosce anche quel meccanismo in base al quale i medesimi cercano di sfruttare tutta l'informazione disponibile, con tutte le potenziali distorsioni del caso, specie quando la si utilizza per prevedere future valorizzazioni: situazione in cui – come nel mercato dell'arte – si verificano, tra gli operatori, comportamenti da gregge, che sono alla base di quegli eccessi e di quelle bolle speculative che poi – o meglio: prima o poi – costringono a tutti gli aggiustamenti del caso, spesso repentini. Chi ad esempio ritiene che le opere di alcuni artisti, specie tra i contemporanei – settore in cui la speculazione è sempre esistita, fin dal XVII secolo –, siano sopravvalutate, dice in altri termini che la critica (quindi l'informazione di settore) li sta sopravvalutando, mettendo le basi per la creazione di una bolla.

Motivo per cui – conclude Bini Smaghi – «la creazione di un'opera d'arte è in fin dei conti il risultato di una presa di rischio straordinaria da parte dell'artista nel cercare una via innovativa, con esiti altamente incerti e valutazioni influenzate da asimmetrie informative. Come gran parte degli strumenti finanziari»<sup>11</sup>.

Il punto è ovviamente creare valore, e capire come l'arte produce rendi-

---

<sup>9</sup> Cfr. L. BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, in *Aspenia*, LXX, ottobre 2015, p. 158 ss. (= anche su [www.aspeninstitute.it](http://www.aspeninstitute.it)).

<sup>10</sup> Ancora BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, cit., p. 158 s.

<sup>11</sup> BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, cit., p. 161.

mento: un compito che tradizionalmente spetta all'intermediario.

La creazione di valore in questo settore ha alla base della piramide il c.d. sistema dell'arte, fatto di un giro di curatori, critici, gallerie, collezionisti, musei "giusti", che creano complessivamente – ciascuno con le proprie competenze e modalità – la reputazione dell'artista e delle sue opere.

In questa fase, che si colloca subito dopo la produzione dell'opera, è difficile ritagliare un ruolo per la finanza.

È piuttosto nella fase, successiva, di distribuzione, che il mondo finanziario può aiutare a far crescere di valore il lavoro di un artista e le sue opere.

Tra gli intermediari del mondo dell'arte che intervengono in questa fase (gallerie, case d'aste, mercanti, antiquari, fiere) alcuni sono decisamente in crisi.

I titoli delle case d'asta sono in discesa: l'americana Sotheby's in circa dodici mesi, dall'autunno del 2014 a quello del 2015, ha perso l'11,52%, avviando un *buyback* per 125 milioni di dollari per i prossimi 12-18 mesi e un riacquisto di azioni fino a 250 milioni di dollari. Il *consensus* di mercato ha quindi modificato il *sentiment* sul titolo e la *recomendation* è passata da *Hold* a *Outperform*, con un *target price* a dodici mesi a 47 dollari per azione (*upside* del 34,6%)<sup>12</sup>.

Dall'altra parte del mondo, per rimanere nel comparto aste, la cinese Poly Auction, della conglomerata statale Poly Culture Group 'H', è calata in termini di risultato operativo del 14% nel 2014<sup>13</sup>.

L'unica fiera d'arte quotata, la svizzera MCH Group con il suo marchio ArtBasel, si trova oggi sui minimi e negli ultimi dodici mesi ha perso l'8% circa<sup>14</sup>.

Non se le passano meglio le gallerie: solo in Italia, in dieci anni l'economia ha perso il 17,8% delle gallerie attive, con la scomparsa di oltre 400 imprese. Secondo i dati della camera di commercio di Milano, dalle 2.311 del 2005 si è passati alle 1.899 gallerie del 2015, con una moria negli ultimi cinque anni di circa il 22%<sup>15</sup>.

Non si tratta di un problema solo italiano, un Paese che sicuramente sconta anche gli effetti di una fiscalità svantaggiosa per le gallerie, rispetto al resto dell'Europa e del mondo: secondo Magnus Resch, infatti, esperto di mercato dell'arte e fondatore del sito sui collezionisti Larry's List (in cui ha

---

<sup>12</sup> In questo senso, cfr. ancora MARCHESONI, *In Borsa l'arte soffre la crisi*, cit.

<sup>13</sup> Ancora cfr. MARCHESONI, *In Borsa l'arte soffre la crisi*, cit.

<sup>14</sup> Così sempre MARCHESONI, *In Borsa l'arte soffre la crisi*, cit.

<sup>15</sup> In tal senso, cfr. M. PIRRELLI, *Il gallerista diventa imprenditore*, in *Plus24 – Il Sole 24 Ore*, 17 ottobre 2015.

censito tutti quelli che “contano”)<sup>16</sup>, la maggior parte delle gallerie versa in pessime condizioni economiche, secondo un’analisi quantitativa realizzata su 8.000 gallerie in Germania, Gran Bretagna e Stati Uniti (cui ha risposto però solo il 16% degli intervistati).

A queste condizioni però ci si è arrivati non tanto a causa di una crisi del mercato, ma in quanto le gallerie hanno mantenuto immutato il loro modello di *business* senza reagire ai cambiamenti degli ultimi venti anni: il 55% delle gallerie nei tre Paesi presi in considerazione fattura meno di 200.000 mila dollari l’anno (un ricavo da dividere a metà con l’artista). Nella fascia alta, solo il 16% delle gallerie fattura più di un milione di dollari l’anno ed il 7% più di 5 milioni.

Sarebbe pessima anche la loro redditività operativa: il 30% nei tre Paesi genera perdite, mentre solo il 18% registra un reddito operativo superiore al 20%.

Nel confronto tra i tre Paesi, la Germania soffre di più, mentre la Gran Bretagna avrebbe gallerie più efficienti – proprio perché hanno avuto la lungimiranza di aggiornare il loro modello di *business* – e più attive nella fascia alta del mercato<sup>17</sup>.

In questo scenario, ben si inseriscono i fondi di investimento in arte.

Secondo Christian Marinotti, editore, collezionista, gallerista, a sua volta impegnato in *advisory board* di *art funds*, infatti, in uno scenario in cui i collezionisti, quelli veri e consolidati, sono già sovraesposti dal punto di vista delle allocazioni finanziarie, non chiedono i servizi dei fondi, e hanno un rapporto con le loro opere che privilegia la dimensione affettiva, emozionale, che accoglie malvolentieri l’intermediazione di manager tradizionali (pur facendo attenzione alla gestione finanziaria delle attività di acquisto e di vendita), i fondi dovrebbero avere pertanto un altro ruolo: quello di aprire il mercato verso persone e istituzioni che non sono ancora immerse nell’arte. Un lavoro quindi simmetrico a quello svolto dai galleristi che si dedicano alle sperimentazioni e al lancio di nuovi artisti: i fondi dovrebbero cioè lavorare su artisti consolidati, con intento finanziario, per attrarre nuovi potenziali investitori che altrimenti non si affaccerebbero mai sul mercato dell’arte.

---

<sup>16</sup> *Larry’s List* è una società con sede ad Hong Kong che è proprietaria di una database che contiene oltre tremila profili di collezionisti sparsi in 70 Paesi, con un *focus* particolare sull’arte contemporanea.

<sup>17</sup> I dati sono tratti da S.A. BARRILÀ, *Tra gallerista e artista è rivoluzione*, in *Plus 24 – Il Sole 24 Ore*, 26 settembre 2015, in cui Marcus Resch suggerisce anche alle gallerie un nuovo modello: che combina arte e business, cultura e commercio, e invita le gallerie ad essere audaci e a differenziarsi. Ma questa è davvero un’altra storia.



I fondi di investimento in arte, in altre parole, dovrebbero essere, a differenza di quanto è accaduto nel mercato finanziario, una «innovazione dolce», che supporta galleristi o *dealer*, creando per loro nuova domanda<sup>18</sup>.

### 3. Il senso di uno studio sugli art funds (proprio ora)

Alla luce di quanto finora sottolineato, verrebbe da dire: se non ora, quando?

Gli *art funds* hanno infatti bisogno di essere meglio capiti nelle loro potenzialità, per far emergere il modello di *business* migliore, proprio perché possano contribuire, come si diceva poc'anzi, a superare le inefficienze che il mercato dell'arte sta proprio in questi tempi dimostrando, collaborando con le figure centrali del settore.

Finora, infatti, quello che è mancato è proprio lo schema vincente per far funzionare un fondo di arte.

E non si tratta di una storia recente. Anzi.

La parabola compiuta dagli *art funds*, anche se poco frequentati dagli investitori – oltre che dalla dottrina<sup>19</sup> –, è infatti tutt'altro che breve.

Era infatti il 1904 quando dodici appassionati d'arte, sotto la guida del finanziere francese André Level, diedero vita alla prima forma, *ante litteram*, di fondo di arte della storia, *La Peau de l'Ours*<sup>20</sup>, attraverso il quale furono acquistate solo opere d'arte contemporanea<sup>21</sup>.

Il successo fu straordinario: l'intera collezione andò all'incanto con prezzi spesso decuplicati rispetto a quelli originari.

Sono passati quindi più di cento anni esatti da quella leggendaria tornata d'asta, e la storia registra non molti altri esempi di successo: in parte quello

<sup>18</sup> Così S. BAIA CURIONI, *I fondi aiutano il mercante. Intervista a Christian Marinotti*, in *Quaderni Ask*, Bocconi, Milano, 3 marzo 2014.

<sup>19</sup> A quanto ci consta, a parte gli studi, che potremmo definire “preliminari” e di introduzione alla materia, di C. ZAMPETTI, “*Art funds*”: *Benefici e difficoltà*, in *AGE*, 1/2007, p. 187 ss.; e G. IANNACCONE, *Fondi comuni di investimento in opere d'arte: opportunità tra problematiche valutative e conflitti di interesse*, *ibidem*, p. 199 ss., l'unico saggio in dottrina in cui si è tentata una riflessione di più ampio respiro scientifico sugli *art funds* è quello di F. CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, in *Contratto e Impresa*, XXIII.3, 2007, p. 736 ss. (ma anche in *Riv. dir. civ.*, 2007; e *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007).

<sup>20</sup> Dal titolo – evocativo – di una novella di La Fontaine la cui morale suggerisce, non a caso, di non vendere la pelle dell'orso prima di averlo ucciso: un invito alla prudenza che fu una delle caratteristiche di questa prima, e *ante litteram*, esperienza di *art fund*.

<sup>21</sup> Su questo tema cfr. per tutti, per una panoramica di carattere generale: C. ZAMPETTI, “*Art funds*”, *cit.*, p. 187 ss. La storia degli *art funds* verrà vista più nel dettaglio, *infra*, nel cap. IV.

del *British Rail Pension Fund*, istituito dalle ferrovie inglesi a beneficio dei suoi impiegati nel 1974; in tempi più recenti quello di *The Fine Art Fund Group*, una esperienza londinese in cui il gestore dei fondi è Phillip Hoffman, ex *vice-director* di Christie's.

Per le esperienze più recenti – sulle quali è comunque prematuro esprimere un giudizio –, invece, e per una mappatura degli *art funds* esistenti, si dirà meglio nel prosieguo<sup>22</sup>.

È sufficiente per il momento far notare come il successo degli *art funds*, per quanto finora visto, sembri dipendere non tanto dalla disciplina del settore – che nel caso delle prime due esperienze citate addirittura era ancora lungi da venire<sup>23</sup> –, quanto da tutto un insieme di scelte fatte, comprese le persone da coinvolgere: in altre parole dal modello di *business* – inteso in senso ampio – prescelto.

La sensazione è quella per cui non si tratti di modelli standardizzabili, né tantomeno immutabili nel tempo: molto potrebbe dipendere infatti dalle condizioni e dall'evoluzione del mercato dell'arte, sempre molto volatile. Ma i tempi sono maturi perché si rifletta meglio sui modelli possibili.

Quel che è certo è come la più recente normativa di settore favorisce senza dubbio gli investimenti in *assets* alternativi (come l'arte, per l'appunto) e che molti operatori del settore finanziario si aspettano molto da questo cambiamento.

Varrà la pena quindi cercare di analizzare le novità, e forse anche le sfide, che il legislatore, italiano e comunitario, ci sta ponendo proprio di questi tempi.

---

<sup>22</sup> Cfr. *infra*, nel cap. IV.

<sup>23</sup> In Italia, i fondi di investimento sono stati istituiti infatti con la legge 77 del 1983, ed i primi fondi di diritto italiano sono stati lanciati nel 1984; così come negli altri Paesi europei la loro introduzione è avvenuta più o meno nello stesso torno di anni.

## Capitolo 2

# IL QUADRO NORMATIVO GENERALE

SOMMARIO: 1. Evoluzione del contesto normativo: la gestione collettiva del risparmio prima del T.U.F. – 2. (*segue*) La gestione collettiva del risparmio dopo il T.U.F. – 3. (*segue*) Il decreto Eurosim. – 4. (*segue*) La Direttiva MiFID. – 5. Le più recenti novità legislative. – 6. Il sistema delle fonti.

### 1. *Evoluzione del contesto normativo: la gestione collettiva del risparmio prima del T.U.F.*

Una volta chiarite le premesse storico-economiche che giustificano la ricerca<sup>1</sup>, va detto come l'obiettivo del presente lavoro sia quello, più in particolare, di indagare le particolarità ed il funzionamento degli *art funds* rispetto agli altri fondi, nell'attuale cornice normativa.

Tale contesto è il risultato di una progressiva e costante evoluzione del sistema della gestione collettiva del risparmio.

Per cominciare, vediamola più da vicino.

Possiamo innanzitutto individuare due momenti di cesura, corrispondenti anche all'esistenza di modelli organizzativi diversi, e, ciò che più interessa, di tipologie di fondi diversi<sup>2</sup>.

Il primo momento di cesura è rappresentato dall'introduzione del testo uni-

---

<sup>1</sup> Cfr. *supra*, il cap. I, di Introduzione al lavoro.

<sup>2</sup> In realtà, la storia dell'industria del risparmio gestito in Italia inizia alla fine degli anni Sessanta, risalendo al 1968 la prima sottoscrizione di fondi comuni in Italia, per opera di alcuni finanziari che, in assenza di regole, introdussero nel mercato i primi fondi di investimento, chiamati fondi Atipici, organizzati e gestiti seguendo i principi mutuati dall'esperienza del mondo finanziario anglosassone. Dopo questo timido avvio e nell'attesa di una regolamentazione ufficiale dell'intera materia, alcune società promossero alcuni fondi con sede legale in Lussemburgo. Tali fondi, i cosiddetti Lussemburghesi Storici, furono quindi gli antesignani dei fondi comuni di diritto italiano. Ma questa è davvero un'altra storia.

co delle leggi in materia di intermediazione finanziaria (c.d. T.U.F.)<sup>3</sup>.

Prima di tale introduzione, il sistema era basato su di una rigida tipizzazione dei modelli di gestione collettiva del risparmio<sup>4</sup>, nonché sulla differenziazione tra gestioni individuali e collettive quanto ai soggetti rispettivamente abilitati al loro esercizio ed alla disciplina del rapporto tra investitori e gestori.

Le gestioni collettive erano state disciplinate prima dalla legge n. 77/1983, istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliari aperti; poi dalla legge n. 344/1993, che ha disciplinato dei fondi di investimento mobiliari chiusi; successivamente ancora dalla legge n. 86/1994, dedicata ai fondi comuni di investimento immobiliari chiusi; infine il d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84 introduceva le Sicav, la forma societaria delle gestioni collettive.

Di converso, le gestioni individuali sono rimaste a lungo sprovviste di una specifica regolamentazione e per questo attratte genericamente nelle discipline della sollecitazione del risparmio: intervenne a disciplinarle prima l'art. 8 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, poi l'art. 20 del d.lg. 23 luglio 1996, n. 415.

In realtà, entrambe le fattispecie difettavano di una definizione, né tantomeno ha mai costituito elemento distintivo, perlomeno a livello legislativo<sup>5</sup>, il maggiore o minore importo delle somme affidate in gestione, per cui la distinzione dei modelli organizzativi era fondata sul fatto che nelle gestioni collettive si operava tramite i versamenti dei partecipanti alla formazione di un patrimonio autonomo suddiviso in quote, destinato all'investimento in strumenti finanziari. In tale forma di gestione, l'investitore è sprovvisto di qualsiasi potere di gestione, il patrimonio viene gestito dalla società nell'interesse di tutti i partecipanti al fondo, e l'investitore si limita a condividere *pro quota* i risultati della gestione del patrimonio comune (posizione che è incorporata in un documento, come il certificato di partecipazione al fondo comune o l'azione della società di investimento a capitale variabile)<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>4</sup> Per gestione collettiva del risparmio si intende, tradizionalmente l'attività di promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; l'attività di gestione di patrimoni di Oicr (Organismi di investimento collettivo del risparmio), di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili; nonché – dopo la Direttiva c.d. UCITS IV, l'attività di commercializzazione di quote o azioni di Oicr propri.

<sup>5</sup> Diverso è il piano pratico, dove spesso questa differenza quantitativa esiste, come giustamente fa notare N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, p. 212.

<sup>6</sup> Cfr. in tal senso per tutti, P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. Comm.*,

Viceversa, quando si parlava di gestioni individuali, l'investitore manteneva la proprietà sostanziale degli strumenti finanziari, pur se intestati fiduciariamente al gestore: il che si traduceva nella possibilità per l'investitore di richiederne in qualsiasi momento la restituzione, nonché di impartire informazioni vincolanti al gestore.

È evidente come tale sistema fosse molto rigido, estremamente tipizzato, non lasciando spazio alcuno ad ipotesi di fondi aventi ad oggetto *assets class* che fuoriuscissero da quelle tipiche dei fondi di investimento (quali ad es. immobili o diritti reali).

Nel tempo, si sono registrati diversi tentativi di razionalizzazione del sistema, cercando di avvicinare lo schema della gestione collettiva a quello della gestione individuale, per ottimizzare soprattutto i costi, dando la possibilità ad un unico gestore – cui però erano precluse altre attività di investimento – di operare con le due tipologie.

In pratica, ciò avvenne in primo luogo con il ricorso a gestioni individuali su base standardizzata, che prevedevano linee di investimento predefinite: il gestore poteva operare nell'interesse di più clienti in base ad un unico ordine, purché accompagnato dai codici identificativi dei clienti per conto dei quali l'ordine veniva eseguito. La preconditione era ovviamente che tali clienti costituissero un gruppo con interessi omogenei per obiettivi di investimento e/o mercati (o settori dei medesimi). Era necessario prevedere anche un meccanismo per il quale fosse certa la successiva imputazione ai singoli patrimoni gestiti dei risultati delle operazioni eseguite, evitando così la perdita di "individualità" nella gestione e quindi la sua conseguente trasformazione in gestione collettiva<sup>7</sup>.

Nel sistema delle gestioni collettive invece tentativi di integrazione organizzativa, perseguiti già a livello legislativo<sup>8</sup>, andavano a toccare soprattutto il sistema delle deleghe: come quella prevista in favore di società di gestione di fondi comuni di investimento per la gestione del patrimonio di Sicav; o la

---

1992, I, 44 ss.; Id., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm. dir. gen. obbl.*, 1998, I, 191 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 1997, p. 121 ss.

<sup>7</sup> In tal senso, furono emanate dalla Consob due comunicazioni: la prima del 9 febbraio 1994, n. BOR/MI/94001094, che introdusse il sistema dei codici identificativi dei clienti per conto dei quali l'ordine veniva rilasciato; la seconda del 31 maggio 1996, n. BOR/MI/96005182, con cui vennero fissate le condizioni necessarie per conservare il carattere individuale e personale della gestione.

<sup>8</sup> Cfr. in tal senso, soprattutto l'art. 7, comma 4 del d.lg. 25 gennaio 1992, n. 84 di Attuazione delle direttive (CEE) n. 611/85 e (CEE) n. 220/88, relative agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, operanti nella forma di società di investimento a capitale variabile (Sicav); e l'art. 1, comma 3, lett. b), legge 14 agosto 1993, n. 344, di Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi.

facoltà per tali società di istituire, in seguito ad una specifica autorizzazione, sia fondi aperti che chiusi.

La stessa strada del sistema delle deleghe fu in seguito perseguita anche in quei tentativi di armonizzazione tra gestioni individuali e collettive, che si sono tradotti in forme di centralità delle decisioni di investimento (c.d. *asset management*): in pratica si fece ricorso a deleghe di gestione, sia da parte di società di gestione di fondi comuni di investimento a soggetti abilitati alla gestione individuale di portafogli di investimento, sia viceversa. In tale sistema, fu necessario porre dei limiti ben precisi da parte degli organi di vigilanza: la Banca d'Italia intervenne infatti chiedendo che la prestazione di servizi di *asset management* da parte dei gestori collettivi a favore di altri gestori, fosse effettuata con la garanzia della separazione dei patrimoni gestiti e senza l'assunzione di garanzie ulteriori rispetto a quelle di buona esecuzione dell'impegno contrattuale assunto<sup>9</sup>; mentre la Consob vietò, per non snaturare i contenuti dell'attività dell'intermediario, che la delega della gestione di portafogli di investimento a terzi autorizzati alla gestione del risparmio, consentita anche in relazione all'intero patrimonio gestito, ricomprendesse l'intera attività di gestione<sup>10</sup>.

Il risultato fu quello di privilegiare, nell'ottica dell'armonizzazione delle discipline, il versante delle gestioni collettive<sup>11</sup>: anche se, ancora una volta, non si andò troppo oltre il profilo delle deleghe di gestione. Infatti alle società di gestione di fondi comuni di investimento fu consentito, allo scopo di avvalersi di specifiche professionalità nella scelta degli strumenti finanziari su cui investire o di operare in mercati che richiedono specifiche competenze, il conferimento di deleghe di gestione ad altri organismi di investimento collettivo, terzi professionisti e soprattutto intermediari abilitati al servizio di gestione individuale di portafogli di investimento.

In tale contesto, nonostante il sistema di deleghe, il soggetto doveva comunque poter mantenere la definizione delle strategie di *asset management*, come la composizione iniziale e successiva del fondo.

---

<sup>9</sup> Cfr. in tal senso, la comunicazione della Banca d'Italia del 20 dicembre 1996.

<sup>10</sup> Cfr. in tal senso, il regolamento Consob del 30 settembre 1997, art. 23, comma 1; e la comunicazione Consob del 6 aprile 1998.

<sup>11</sup> Il che non era tecnicamente una novità in quanto fin dalla legge 23 marzo 1983 n. 77 – di Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare – si era consentito alle società di gestione di fondi comuni di investimento di svolgere un servizio di consulenza a favore di gestori di patrimoni individuali o di altri gestori collettivi; inoltre l'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari venne ricompresa nei servizi accessori, il cui esercizio non è più riservato agli intermediari autorizzati allo svolgimento dei servizi di investimento.

Altre ipotesi di collegamento tra gestioni collettive ed individuali, a fini di armonizzazione e di superamento delle rigidità degli schemi operativi, furono previste per i fondi pensione<sup>12</sup>.

## 2. (segue) *La gestione collettiva del risparmio dopo il T.U.F.*

Su questo sistema intervenne il Testo unico delle leggi in materia di intermediazione finanziaria (c.d. T.U.F.)<sup>13</sup>, che venne incontro in maniera sistematica alle esigenze di razionalizzazione della disciplina delle gestioni collettive, e più in generale della gestione professionale dell'altrui risparmio.

Quel che qui più interessa è il deciso salto di qualità che si fece col T.U.F. nella razionalizzazione dei modelli organizzativi.

Per arrivare a tale risultato venne innanzitutto spezzato il legame, di origine esclusivamente legislativa – e quindi per definizione artificioso –, tra la società di gestione ed il patrimonio autonomo costituito dai versamenti degli investitori (tecnicamente, il fondo comune di investimento): un sistema che richiedeva in pratica un nuovo intervento legislativo per l'introduzione di ogni nuovo tipo di fondo comune di investimento, e addirittura per ogni modifica delle sue caratteristiche (sia per l'oggetto degli investimenti, sia per la

---

<sup>12</sup> Ad esempio in tale contesto, quello dei fondi pensione, che qui non rileva e che si cita solo per completezza, si ammise la possibilità per gli intermediari abilitati alla gestione individuale di portafogli di investimento, di gestire anche fondi pensione aperti (quindi di tipo collettivo); così come le società di gestione di fondi comuni di investimento furono ammesse alla gestione di fondi pensione non aperti.

<sup>13</sup> Il già citato Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Per una ricostruzione delle novità introdotte dal T.U.F. in tema di gestione collettiva del risparmio si rinvia a C. RABITTI BEDOGNI, *sub art. 33*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, p. 349 ss.; A.P. SODA, *sub art. 33*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, p. 275 ss.; A. GALANTE-R. LENER, *Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *La riforma del mercato finanziario e delle società quotate*, Milano, 1998, p. 530 ss.; AA.VV., *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, in *Quad. Assogestioni*, Roma, XXI, 1998, p. 95 ss.; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 15 ss.; M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, *passim*; C. PISANTI-G. MASTRANGELO, *Evoluzione dei fondi comuni di investimento*, in *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berionne*, Milano, 2003, p. 439; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del patrimonio*, Milano, 2004, p. 78 ss.; F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, I, Padova, 2005, p. 270.

forma del fondo, sia per l'individuazione dei suoi destinatari)<sup>14</sup>.

È ancor più evidente quindi come in tale sistema non vi fosse spazio alcuno per ipotizzare fondi di investimento in *assets class* alternative, come – per quel che più interessa – le opere d'arte.

Vediamo però più da vicino cosa cambia con l'avvento del T.U.F.

Innanzitutto, per poter rendere più flessibili i modelli organizzativi della gestione del risparmio, si è pensato opportunamente di spostare l'attenzione dalla regolamentazione della singola tipologia di fondi alla disciplina del servizio della gestione collettiva del risparmio e dei soggetti autorizzati al suo svolgimento: per far questo furono introdotte le società di gestione del risparmio (c.d. Sgr), che rappresentano la naturale evoluzione delle società di gestione dei fondi comuni di investimento aperti previsti dalla legge n. 77/1983 di Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare.

In pratica, se con la disciplina precedente ci si concentrava sul profilo dell'autorizzazione all'istituzione del fondo comune di investimento e l'autorizzazione della società di gestione era strettamente collegata all'istituzione del fondo comune stesso, con il Testo Unico la prospettiva è capovolta, in quanto la Sgr è autorizzata all'effettuazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, a prescindere dal riferimento ad un determinato Oicr<sup>15</sup>.

Per tale motivo, si prevede come le società di gestione di fondi comuni di investimento preesistenti fossero automaticamente iscritte nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, come società di gestione del risparmio. Le quali sono, insieme alle Sicav, gli unici soggetti cui è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio: che è un servizio svolto a favore dei fondi comuni di investimento e delle Sicav che, ai sensi del T.U.F., costituiscono l'oggetto della gestione, che può essere svolta a favore di una pluralità di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr). In pratica, il fondo comune di investimento può essere gestito sia dalla stessa società di gestione del risparmio che lo ha istituito, sia da una società di gestione diversa.

In altre parole, con il T.U.F. si realizza una "disarticolazione" tra servizio di gestione e prodotto della gestione<sup>16</sup>, necessario presupposto per avere una significativa flessibilità operativa: alle Sgr viene consentito quindi lo svolgimento di gestioni collettive aventi ad oggetto sia fondi comuni di investi-

---

<sup>14</sup> Cfr. in tal senso, R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1984, I, p. 273 ss.

<sup>15</sup> Sulla struttura degli Oicr, Organismi di investimento collettivo del risparmio, cfr. diffusamente, *infra*, cap. III.

<sup>16</sup> Come ben evidenziato da M. MIOLA, *Commento sub art. 33 del T.U.F.*, in G.F. CAMPOBASSO, *Commentario al Testo Unico della Finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, Torino, 2002, I, p. 287 ss.



mento, sia fondi pensione, sia Sicav, quindi non solo esse possono gestire più fondi comuni – il che era consentito anche sotto la normativa precedente (il tal caso la legge n. 77 del 1983) –, ma possono gestire sia fondi istituiti dalla stessa Sgr, sia fondi istituiti da una Sgr diversa.

Inoltre, nella stessa ottica, si pervenne al modello del c.d. gestore unico<sup>17</sup>: le Sgr sono infatti abilitate anche alle gestioni individuali di portafogli di investimento.

In pratica, venne realizzata la concentrazione in capo ad unico soggetto di tutte le varie tipologie di gestioni presenti nel nostro ordinamento.

Inoltre, come necessaria conseguenza, si aprì in tal modo la strada a professionalità e competenze specifiche per i vari settori di investimento, secondo meccanismi di ripartizione e articolazione delle competenze gestorie.

L'affidamento della gestione del risparmio ad un soggetto abilitato a svolgere esclusivamente tale attività fu anche uno strumento più efficace di prevenzione dei conflitti di interessi, sempre possibili in tali contesti, rispetto alle soluzioni adottate precedentemente (come il ricorso a tecniche di separazione patrimoniale o altre cautele).

Non da ultimo, un grande contributo alla flessibilità dei modelli organizzativi venne dato dall'ampio ricorso alla delegificazione: nel T.U.F. furono infatti racchiusi solo i criteri generali per la disciplina delle gestioni collettive<sup>18</sup> (rimasero fuori dal Testo unico solo le norme sui fondi pensione e quelle sulla gestione delle risorse raccolte dalle imprese di assicurazione attraverso la stipulazione di polizze di assicurazione).

Il sistema descritto non è però a ben guardare perfettamente simmetrico, in quanto convivono al suo interno le diverse strutture organizzative degli organismi di investimento collettivo del risparmio: la distinzione tra l'organismo di investimento collettivo del risparmio e il soggetto abilitato a svolgere il servizio di gestione collettiva del risparmio medesimo se è netta nei fondi comuni di investimento, è puramente teorica nelle Sicav, nelle quali il patrimonio gestito si identifica con il capitale sociale dell'Oicr. Il che porta a concludere che solo per i fondi comuni di investimento e non anche per le Sicav, l'istituzione e la gestione possano essere svolte da Sgr differenti.

Per le Sgr in ogni caso si assiste al superamento dell'esclusività dell'oggetto sociale che caratterizzava le precedenti società di gestione di fondi comu-

---

<sup>17</sup> Il modello del c.d. gestore unico ha da sempre caratterizzato l'esperienza di gestione del risparmio italiana, e solo recentemente sembrerebbe essere messo in dubbio: sul punto, cfr. diffusamente, *infra*, nel prosieguo del lavoro.

<sup>18</sup> Con conseguente abrogazione della legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento mobiliare aperti, della legge n. 344 del 1993 sui fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, e della legge n. 86 del 1994 sui fondi comuni di investimento immobiliari.

ni di investimento: sempre a differenza delle Sicav, è consentito infatti prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; l'istituzione e la gestione di fondi pensione; lo svolgimento delle attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia di concerto con la Consob. Il che ovviamente non vuol dire eliminare ogni limite alle attività esercitabili, che devono pur sempre essere quelle espressamente previste dalla legge e ricomprese nell'intermediazione finanziaria.

La disciplina è poi ampiamente integrata in sede di normativa secondaria e regolamentare, anche per quanto concerne la fissazione della struttura dei fondi comuni di investimento, dell'oggetto dell'investimento, della clientela cui sono destinati, delle modalità di partecipazione, in un'ottica che tende a favorire la massima flessibilità ed ampiezza dell'attività di investimento e l'adattamento alle specifiche tipologie di fondi comuni di investimento.

Più in generale, è da sottolineare come l'attenuazione delle distinzioni tra gestioni individuali e collettive – e da qui la possibilità, che è quella che qui più interessa, di ampliare l'oggetto dell'investimento – attraverso l'introduzione del c.d. gestore unico, trovava già dei precedenti in altri ordinamenti, come quello francese (con le *sociétés de gestion de portefeuille*) ed inglese (in cui si parla ampiamente di *investment business*).

Insomma, con l'introduzione del c.d. *asset manager*, abilitato al contestuale svolgimento di attività di gestione di diverso tipo, vennero poste le prime premesse per la diversificazione dell'oggetto di investimento: senz'altro una delle primissime precondizioni del sistema – per questo doverosa da evidenziare – senza le quali non si sarebbe mai arrivati a fondi aventi ad oggetto *assets class* alternativi, come l'arte.

### 3. (segue) *Il decreto Eurosim*

La seconda cesura del sistema della gestione collettiva del risparmio cui si accennava<sup>19</sup>, importante da sottolineare sempre in quanto ha favorito una maggiore flessibilità e diversificazione dei fondi di investimento, precede di due anni il Testo Unico (che in effetti recepisce l'innovazione senza apportarvi variazioni significative): il riferimento è all'introduzione nel nostro sistema delle novità portate dal d.lg. 23 luglio 1996, n. 415, il c.d. decreto Eurosim, soprattutto per quanto concerne il passaggio da un modello di mercato pubblico, istituito e gestito dalla pubblica autorità, a un modello privatisti-

---

<sup>19</sup> Cfr. *supra*, nel § 1 di questo capitolo.

co, al centro del quale viene posta l'iniziativa dell'autonomia privata, pur se sottoposta e vigilata dall'autorità pubblica<sup>20</sup>.

Un passaggio che guarda quindi all'esperienza angloamericana, dove i mercati finanziari sono da sempre delle imprese che operano secondo i principi della *self-regulatory organizations*, integrati da elementi di regolazione pubblica, e che ha trovato il suo compimento con il recepimento della Direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari, comunemente nota con l'acronimo MiFID ("*Market in Financial Instruments Directive*"), emanata dal Parlamento europeo e dal Consiglio il 21 aprile 2004 e recepita nel nostro ordinamento col d.lg. 17 settembre 2007, n. 164: direttiva che ha confermato, incidendo notevolmente sull'impianto del T.U.F., la scelta di avere mercati regolamentati fondati sul modello privatistico ed il superamento della struttura monopolistica di tali mercati.

Da quel momento in poi infatti divenne netta la distinzione tra mercato e società di gestione, per cui fu resa possibile la compresenza di più mercati regolamentati gestiti da diverse società in concorrenza tra loro<sup>21</sup>.

Il modello privatistico del mercato regolamentato è un'altra delle precondizioni necessarie per poter arrivare, nel tempo, a negoziare nel medesimo mercato anche strumenti finanziari<sup>22</sup> alternativi.

#### 4. (segue) *La Direttiva MiFID*

A questo proposito, dopo l'introduzione della Direttiva 2004/39/CE, la c.d. MiFID, vengono ridisegnate le categorie di strumenti finanziari, e in tale

---

<sup>20</sup> Sul punto, cfr. per tutti COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 201; M. DRAGHI, *Commento sub art. 46*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 451 di recepimento della direttiva Eurosim*, Padova, 1997, p. 387; R. LENER, *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in ID., (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Milano-Torino, 2011, p. 2 ss. L'assetto normativo previgente, risalente al modello francese del periodo napoleonico, vedeva nel mercato regolamentato un pubblico servizio che nasceva da un atto della pubblica autorità, alla quale erano altresì devolute le competenze relative all'organizzazione ed al funzionamento del mercato medesimo.

<sup>21</sup> Su questi temi, cfr. anche per tutti M. MARCHESI,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di scambi e internalizzatori sistematici*, in R. LENER (a cura di), *Diritto del mercato finanziario*, cit., p. 19 ss.

<sup>22</sup> Sul passaggio, nel nostro sistema, dal concetto di valore mobiliare, a quello di strumento finanziario – di cui il primo diventa una *species* di quest'ultimo *genus* più ampio –, cfr. per tutti R. LENER, *Gli strumenti finanziari*, in ID., (a cura di), *Diritto del mercato finanziario*, cit., p. 53 ss.

contesto, a parte i contratti derivati, quel che più interessa sono gli strumenti finanziari idonei a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali: tra i quali rientrano le quote di un organismo collettivo del risparmio (Oicr), in altri termini di un fondo comune di investimento o di una Sicav<sup>23</sup>.

Nonostante l'elenco degli strumenti finanziari contenuto nel T.U.F.<sup>24</sup> debba essere inteso come tassativo, è stato tuttavia previsto che il Ministero dell'economia, con proprio regolamento, sia libero di individuare, per tenere il passo con l'evoluzione dei mercati finanziari e la normativa comunitaria, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento (nonché nuovi servizi accessori).

Il passo successivo – quello che più interessa per il nostro discorso – è stato compiuto innanzitutto dalla migliore dottrina, sia economica che giuridica, nel momento in cui ha risolto in modo positivo i problemi di opportunità di inserimento anche dei beni d'arte nel contesto della gestione collettiva del risparmio, e quindi nella materia dei fondi di investimento.

Il punto merita un approfondimento.

È stato, infatti, evidenziato in dottrina<sup>25</sup> come l'inclusione dei beni di arte tra le attività oggetto di investimento finanziario sia stato per molto tempo al centro delle riflessioni degli investitori, soprattutto in quanto si veniva progressivamente consolidando la convinzione che tali beni fossero non solo suscettibili di forte rivalutazione, ma anche tendenzialmente indenni alle oscillazioni cicliche del mercato.

Le riflessioni degli studiosi, per poter risolvere positivamente la questione, si sono appuntate innanzitutto sulla verifica dell'esistenza nel c.d. mercato dell'arte, della logica dell'interscambio, necessaria affinché si possa parlare propriamente di mercato in senso tecnico<sup>26</sup>, pur se con modalità proprie e precisi caratteri distintivi: quesito che è stato risolto genericamente guar-

---

<sup>23</sup> Interessante l'evoluzione terminologica registrata sul punto da LENER, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 63, che nota come per i valori mobiliari si pali di strumenti che «possono essere negoziati»; per gli strumenti del mercato monetario di strumenti «normalmente negoziati» sul mercato; per le quote di Oicr, invece, si tace, pur ritenendo l'A. che il dato sia implicitamente richiamato nella nozione stessa di quota di fondo comune o strumento affine.

<sup>24</sup> Cfr. art. 1, commi 2 e 2-bis del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>25</sup> Cfr. per tutti F. CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, in *Contratto e Impresa*, XXIII.3, 2007, 736 ss. (ma anche in *Riv. dir. civ.*, 2007; e *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007).

<sup>26</sup> Come insegna la miglior dottrina, sia giuridica (per la quale cfr. per tutti C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impresa, società*, 1991, p. 468 ss.; e N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998), sia economica (per la quale cfr. per tutti HAL R. VARIAN, *Microeconomia*<sup>6</sup> [trad. it.], Venezia, 2007; G. PALMERIO, *Elementi di politica economica*<sup>13</sup>, Bari, 2006).

dando all'esistenza di un mercato internazionale dell'arte. Il passo successivo, nel corso di questo lavoro, sarà quindi quello di verificare *funditus* come, con quali strumenti, si possa determinare il valore di scambio dei beni d'arte, almeno semestralmente, come richiesto dalla normativa attuale<sup>27</sup>.

Successivamente in ordine logico, ci si è chiesti come fosse possibile inquadrare correttamente dal punto di vista giuridico i beni d'arte, in quanto difficilmente essi possono essere considerati *sic et simpliciter* come una *commodity* o come strumenti finanziari, né tantomeno hanno la caratteristica standardizzazione che è propria dei titoli di massa: anche questa difficoltà interpretativa è stata superata guardando innanzitutto all'ampiezza delle contrattazioni di tali beni, ed alla qualificazione professionale dei soggetti che operano nel mercato dell'arte, assunti al ruolo di *market makers*<sup>28</sup>, e in quadrando per questa strada agli oggetti d'arte, nella nozione classica di «bene» ai sensi dell'art. 810 c.c.

In realtà, allo stato questo secondo quesito, quello relativo cioè all'inquadramento giuridico dei beni d'arte nel contesto della gestione collettiva del risparmio, può considerarsi un problema oramai superato alla luce dell'introduzione delle norme sugli investimenti alternativi, che permettono di ragionare di tali beni se non in termini di strumenti finanziari, perlomeno di prodotti finanziari, nell'accezione evidenziata dalla miglior dottrina<sup>29</sup>, e sicuramente applicabile ai beni d'arte una volta che può oramai essere data per accertata la loro finanziarizzazione.

Non si contano, infatti, oramai gli articoli, di testate specialistiche di arte e di inserti economici dei principali quotidiani nazionali ed esteri<sup>30</sup>, che evidenziano il dato per cui tra le categorie di collezionisti di arte, ne esista una,

---

<sup>27</sup> Ai problemi di valutazione economica dell'*asset* "bene d'arte" e alla disamina degli strumenti disponibili a tal fine, sarà dedicata un'ampia parte di questo lavoro: il rinvio è quindi, *infra*, al cap. V.

<sup>28</sup> Così ancora CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, cit., 744.

<sup>29</sup> È ancora LENER, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 64 s., a far notare come più ampio del concetto di strumento finanziario appaia, nella mente del legislatore nazionale e comunitario, il concetto di prodotto finanziario: il quale secondo l'art. 1, comma 1, lett. u) del T.U.F. ricomprende tutti gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.

<sup>30</sup> Cfr. tra gli altri, WINE, *Art on fine track*, in *The Financial Times*, 28 ottobre 2001; BARKER, *Give Em. Shelter. Now – as in past wars and stock market crashes – art offers investors a safe have*, in *Forbes Global*, 24 ottobre 2001; PRICE, *New Colors of Money*, in *Newsday*, 19 febbraio 2003; TAYLOR, *Sharpes the word for risk and return – Fine Art*, in *The Financial Times*, 14 aprile 2003; ID., *Betting on genius – Art as investment*, in *The economist*, 23 agosto 2003; BREWSTER, *A thing of beauty outperforms the S&P 500*, in *The Financial Times*, 10 aprile 2004; CAPIAN, *Beyond the blue chips*, in *Time*, 13 febbraio 2006; PIRRELLI, in *ArtEconomy* in *Il Sole 24Ore*, 15 marzo 2014.

quella dei puri investitori, che rappresenta già più del 24% del mercato dell'arte: il che è piuttosto indicativo della finanziarizzazione di tale mercato e dei beni in esso scambiati.

La letteratura in materia è poi ricca di spunti in tal senso: scrive ad esempio Donald Thompson, economista che ha insegnato alla *London School of Economics*, alla *Harvard Business School* e alla *Schulich School* della York University di Toronto, che esistono galleristi come Gagosian capaci di vendere anticipatamente in meno di un giorno, una mostra di un artista contemporaneo, Tom Friedman, senza neanche fare una telefonata, ma soltanto mettendo delle immagini digitali dei lavori dell'artista in una sezione del sito della galleria accessibile tramite una *password*, poi inviata ad una lista di clienti selezionati. E ancora: che il medesimo gallerista vendette in anticipo una mostra da 4 milioni di sterline di Damien Hirst; che è capace di vendere intere mostre solo perché un suo impiegato chiama i clienti e dice loro che «Larry (Gagosian *n.d.r.*) dice che hai bisogno di questo per la tua collezione», ed i clienti nella maggior parte dei casi rispondono «lo prendo», senza neppure chiedere «com'è» o «quanto costa»<sup>31</sup>.

Un tipo di collezionista che, nota Thompson, è evidente si fida del suo gallerista come se si trattasse del suo consulente finanziario: un modo di acquistare «l'arte con le orecchie invece che con gli occhi»<sup>32</sup>, per scopi solo finanziari, per cui si compra arte di cui si ha sentito parlare solo al telefono, al limite visto qualche foto solo sullo schermo di un *computer*, sapendo che si tratta di opere di artisti dalla reputazione limitata, ma acquistate con la consapevolezza di quanto potranno valere in futuro in quanto supportati da un gallerista di potere.

## 5. Le più recenti novità legislative

A questo punto è arrivato il momento di vedere più da vicino proprio la legislazione più specifica sui fondi alternativi – tra i quali si possono collocare gli *art funds*<sup>33</sup>, proprio per il particolare oggetto dell'investimento – di cui si accennava poc'anzi.

---

<sup>31</sup> Le citazioni sono tratte da D. THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari. La bizzarra e sorprendente economia dell'arte contemporanea*, Milano, 2009, p. 50 (trad.it. dell'edizione originale *The \$12 Million Stuffed Shark* del 2008).

<sup>32</sup> Così ancora THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, cit., p. 51.

<sup>33</sup> Sul punto, cfr. diffusamente *infra*, nel prosieguo del lavoro.

In Europa, dove il punto di riferimento a livello di disciplina comunitaria è la Direttiva 85/611/CEE sugli investimenti collettivi del risparmio (c.d. Direttiva UCITS), i fondi di investimento possono essere ricondotti a due macrocategorie: i fondi armonizzati ai sensi della Direttiva UCITS ed i fondi non armonizzati (non UCITS). Mentre i primi rispettano le regole definite dalla direttiva citata, la caratteristica comune dei fondi non armonizzati (anche noti come fondi di investimento alternativi, o FIA) è la non conformità alla Direttiva UCITS.

Le Direttive UCITS, nel corso del tempo, hanno progressivamente individuato gli organismi di investimento collettivo del risparmio, fondi comuni e SICAV, che investono principalmente in valori mobiliari e che sono conformi a quanto previsto dalla legislazione europea.

La UCITS I permetteva agli OICVM (organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, per l'appunto) autorizzati da uno Stato membro di essere liberamente distribuiti in altri Stati dell'Unione europea (c.d. passaporto europeo), andando nettamente verso una maggiore armonizzazione dei mercati.

Nel tempo, con l'approvazione delle successive UCITS III, la concessione del passaporto europeo e la gamma dei prodotti armonizzati vennero notevolmente estesi; consentendo, contestualmente, la commercializzazione delle quote o delle azioni dei fondi conformi alla UCITS III anche in Paesi non-UE, quali Svizzera, Asia, Sud America e Sud Africa. Segnando così un passo ancora più deciso verso l'armonizzazione dei mercati.

Il sistema non era però esente da inefficienze, per correggere le quali venne emanata nel 2001 la Direttiva 2001/107/CE (c.d. Direttiva gestore) e la Direttiva 2001/108/CE (c.d. Direttiva prodotto), recepite nell'ordinamento italiano con il d.lg. 1 agosto 2003, n. 274<sup>34</sup>.

La Direttiva gestore ha in sostanza ampliato il novero delle attività eserci-

---

<sup>34</sup> Il Decreto legislativo del 2003, oltre a dare attuazione alle previsioni comunitarie ed a risolvere dubbi interpretativi (ammettendo ad esempio la possibilità per le SGR di affidare il calcolo del valore delle quote dei fondi alla banca depositaria, o alle Sicav di emettere azioni), aveva introdotto un notevole elemento di flessibilità del sistema, consentendo alla Banca d'Italia di individuare delle ipotesi in cui il regolamento di gestione del fondo e le sue modificazioni si intendono approvate in via generale, senza l'esperimento di alcuna attività istruttoria preventiva, a condizione che il regolamento corrisponda a degli schemi tipici definiti dalla Banca d'Italia. La novità si tradusse in una nuova formulazione dell'allora art. 39 del T.U.F. che prevedeva inoltre come, al di fuori di tale ipotesi di approvazione in via generale, il regolamento del fondo si intendesse approvato, quando, trascorsi tre mesi dalla presentazione, la Banca d'Italia non abbia emanato un formale provvedimento di diniego (riducendo così da quattro a tre mesi, il tempo necessario perché si possa applicare la regola del silenzio assenso).

tabili dalle società di gestione – come la gestione di portafogli su base individuale, la gestione di fondi pensione, l’esercizio di alcuni servizi accessori, tra cui la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari –, e la possibilità di delegare a terzi una o più delle proprie attività aziendali. Notevole è però soprattutto l’introduzione della prima forma del c.d. passaporto europeo e del c.d. prospetto semplificato, da consegnare agli investitori prima della conclusione del contratto.

La Direttiva prodotto aveva invece ampliato – rispetto alla Direttiva UCITS – soprattutto la tipologia di beni nei quali poter investire, e reso più flessibile la definizione della politica di investimento degli organismi di investimento collettivo.

Infine, la Direttiva 2009/65/CE, c.d. Direttiva UCITS IV<sup>35</sup> – che con la tecnica della c.d. rifusione ha abrogato la Direttiva UCITS 85/611/CEE con effetto dal 1 luglio 2011 –, ha posto definitivamente le premesse per una significativa trasformazione del mercato europeo della gestione collettiva del risparmio, in cui, nonostante gli sforzi fatti progressivamente con l’emanazione della serie di Direttive citate, ancora permanevano molte inefficienze, che per gli operatori del settore erano riconducibili, essenzialmente, alle difficoltà di commercializzazione di UCITS dalle dimensioni sub-ottimali, alla mancanza di flessibilità nell’organizzazione della catena di valore del settore e all’esistenza di un prospetto semplificato che in realtà era oneroso e inidoneo ad informare in modo efficace gli investitori<sup>36</sup>.

Con la UCITS IV, viceversa, la disciplina in tema di passaporto del gestore, di libertà di stabilimento e di libera prestazione dei servizi viene quindi ulteriormente innovata, nel senso di una maggiore liberalizzazione, senza per questo abdicare alla tutela degli interessi degli investitori, ma piuttosto rafforzandola<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Direttiva che rappresenta l’ultimo dei provvedimenti che, nel corso degli anni, hanno implementato le precedenti Direttive del Parlamento europeo, note agli addetti ai lavori come UCITS III e pubblicate il 21 gennaio 2002 (2001/107/CE, c.d. Direttiva gestore, e 2001/108/CR, c.d. Direttiva prodotto), che a loro volta avevano aggiornato la Direttiva 85/611/CEE, c.d. Direttiva UCITS I (dove UCITS sta per “*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*”). La UCITS IV è stata recepita in Italia con il d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47.

<sup>36</sup> Così il *Libro Bianco della Commissione europea in materia di fondi comuni di investimento*, del 15 novembre 2006.

<sup>37</sup> Tale rafforzamento verrà ulteriormente accentuato nel momento in cui verrà pubblicata anche la MiFID II, che introdurrà – rispetto alla Direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari, comunemente nota con l’acronimo MiFID (“*Market in Financial Instruments Directive*”) – nuove regole per un miglior funzionamento del mercato dei capitali, intervenendo principalmente su: ambito di applicazione della Direttiva stessa; tutela degli



L'attuazione di tale Direttiva è stata ormai portata completamente a termine anche in Italia<sup>38</sup>.

In realtà, è partita anche l'era della UCITS V, che nel momento in cui si scrive non è però stata ancora recepita nel nostro ordinamento<sup>39</sup>.

Al di fuori del campo di applicazione della UCITS, che è quello che qui più interessa, troviamo i FIA che rappresentano un insieme non omogeneo,

---

investitori (per l'appunto); disciplina dei mercati; disciplina delle materie prime; rapporti con i Paesi terzi. L'attenzione alla protezione degli investitori è stata ulteriormente rafforzata nelle due bozze in consultazione pubblicate dall'ESMA il 22 maggio 2014, contenenti gli atti per l'implementazione della Direttiva MiFid e del Regolamento MiFIR. Vi è infatti un rafforzamento dei presidi a tutela degli investitori: i fondi devono essere concepiti da subito per soddisfare le esigenze di un mercato *target*, a pena dell'esercizio del potere – e questa è una grande novità per il settore – di c.d. *product intervention*, ovvero del potere delle Autorità competenti di sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato un processo di approvazione del prodotto specifico. Le due principali aree di intervento della nuova regolamentazione atterranno infatti a (i) la struttura dei mercati finanziari, la loro trasparenza e le loro regole (con nuovi requisiti di trasparenza e di negoziazione delle obbligazioni; una nuova regolamentazione dei *commodity derivatives*; l'introduzione di nuovi requisiti organizzativi per le *trading venues*); (ii) la protezione degli investitori (con particolare attenzione a *inducements*, consulenza indipendente, requisiti per la predisposizione di nuovi prodotti, divieti di distribuzione di taluni strumenti, incremento delle informazioni su costi e commissioni). In tal senso, cfr. R. D'APICE, *Fondi alternativi e finanziamenti alle imprese*, in *Focus Risparmio*, n. 4, giugno 2014, p. 13.

<sup>38</sup> La Direttiva UCITS IV è stata recepita in Italia con il d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47.

<sup>39</sup> In data 28 agosto 2014 è stata infatti pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea legge 257/186 la Direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del consiglio, recante modifica della Direttiva 2009/65/CE. In una parola è stata pubblicata la nuova UCITS che tocca tematiche quali il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni OICVM, le funzioni di depositario, le politiche retributive e le sanzioni. La Direttiva si prefigge l'obiettivo di abbattere le barriere nazionali ancora esistenti nell'ottica di un ancor più completo adeguamento ed armonizzazione delle normative dei singoli Paesi. Una grande attenzione è rivolta alle possibili misure di implementazione in tema di depositario, per il quale si ha un *Consultation Paper* dell'ESMA che ha ad oggetto diversi profili, quali: l'individuazione, in modo non esaustivo, delle misure e dei compiti che il terzo delegato è tenuto ad adottare e osservare, su base continuativa, al fine di assicurare che, in caso di insolvenza del medesimo, le attività dell'OICVM tenute in custodia siano indisponibili alla distribuzione o alla vendita per la ripartizione dei proventi tra i creditori del terzo; la determinazione delle misure che lo stesso depositario è tenuto ad adottare, ex ante, al fine di assicurare che il terzo delegato adempia le proprie obbligazioni, nonché le modalità attraverso le quali il depositario possa garantire, in ogni momento, un adeguato livello di protezione (sezione III); la definizione delle condizioni e dei criteri, per il soddisfacimento del requisito di indipendenza, tra la società di gestione e il depositario, nell'esercizio delle rispettive funzioni. Questi in estrema sintesi sono quindi i temi centrali della UCITS V, che dovrà entrare in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea e che dovrà essere adottata dai singoli paesi entro il 18 marzo 2016.

difficile da ricondurre ad unità in ragione dei diversi mercati, strategie, strutture e tecniche di investimento che li caratterizzano.

Tra le più importanti tipologie di FIA si possono annoverare gli *hedge funds*, i fondi di *private equity* (che comprendono i fondi di *venture capital*), i fondi immobiliari, i fondi infrastrutturali ed i *commodity funds*.

In Italia il mercato dei FIA è stato finora composto principalmente dalle tre categorie dei fondi immobiliari (che nel nostro ordinamento sono sempre fondi chiusi), dei fondi mobiliari chiusi (*private equity* e *venture capital*) e dei fondi speculativi (che sono fondi aperti e tipicamente fondi di fondi *hedge*).

Per tale contesto, nel 2011 è stata adottata la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori dei fondi di investimento alternativi (c.d. AIFMD, acronimo che sta per “*alternative investment fund managers directive*”) <sup>40</sup>.

Con questo intervento normativo il legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato, utile a definire un approccio uniforme ai rischi connessi all’operatività dei FIA ed al loro impatto sugli investitori e sui mercati dell’Unione europea.

Di fatto, sono state create le condizioni per un passaporto europeo in forza del quale i gestori di FIA potranno gestire e commercializzare FIA in tutta l’Unione europea, qualora si conformino alle regole e ai requisiti previsti dalla Direttiva AIFMD, e abbiano ottenuto l’autorizzazione da parte dell’autorità competente del proprio Stato membro di origine.

La scelta di adottare una disciplina sui gestori e non sui fondi, che continueranno ad essere disciplinati e sottoposti a vigilanza nazionale, discende dalle difficoltà ad armonizzare una così grande varietà di tipologie di FIA, come quella presente in Europa: scelta tra l’altro pienamente coerente con il processo di razionalizzazione del sistema, portato avanti anche dal legislatore italiano con l’introduzione del Testo Unico della Finanza <sup>41</sup>.

Numerosi sono gli aspetti disciplinati – e che approfondiremo meglio durante il prosieguo del discorso –, fra cui l’accesso al mercato, con le regole

---

<sup>40</sup> Provvedimento che, nel proseguo, verrà citato come Direttiva AIFMD o come Direttiva *Alternative* – secondo l’uso invalso fra gli operatori del settore –, e che è stato attuato in Italia (con qualche ritardo rispetto alla scadenza prevista del 22 luglio 2013), con il Decreto legislativo 4 marzo 2014 n. 44, di attuazione delle Direttive 2011/61/UE sui gestori di fondi alternativi, che modifica le Direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010: Decreto pubblicato sulla G.U. Serie Generale n. 70 del 25-3-2014, ed entrato in vigore lo scorso 9 aprile 2014. Sulla Direttiva AIFMD, cfr. per tutti da ultimo R. LENER, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.* (in corso di pubblicazione); e ID., *The Italian Approach to Alternative Fund Management*, in *JIBLR*, Issue 4, 2014, p. 197 ss.

<sup>41</sup> Come osservato *supra*, § 2 di questo capitolo.

per il rilascio dell'autorizzazione e per la commercializzazione dei FIA e le condizioni operative. In quest'ambito sono stati regolati: i principi generali, le politiche e le prassi remunerative, i conflitti di interesse, la gestione dei rischi e della liquidità, i requisiti organizzativi, le caratteristiche del depositario, gli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori e gli obblighi segnaletici verso le autorità competenti.

In Italia, il recepimento della Direttiva AIFMD ha comportato modifiche al Testo Unico della Finanza – tra cui la più rilevante in questo contesto riguarda il nuovo art. 39 del T.U.F. rubricato “Struttura degli Oicr italiani”<sup>42</sup>, in cui è stata trasposta, con opportune modifiche, la disciplina di cui al pre-vigente art. 37 –, e ha richiesto interventi anche a livello di normazione secondaria.

Nel diritto dei mercati finanziari, infatti, la normativa comunitaria, entra pienamente in vigore solo dopo che sono stati completati due passaggi: il recepimento della direttiva in normazione primaria – nel nostro caso nel T.U.F.<sup>43</sup> –, e l'emanazione di tutti i regolamenti attuativi della medesima.

Dalla ricognizione sui FIA italiani e sui relatori gestori emerge come, secondo i dati ufficiali di Banca d'Italia, al 30 giugno 2013 fossero attive 149 società di gestione del risparmio: 134 di esse gestivano in tutto o in parte FIA, mentre le rimanenti gestivano solo fondi UCITS.

In totale erano operativi 646 FIA, di cui 314 immobiliari, 140 fondi di *private equity* e 165 aperti non armonizzati (categoria che comprende anche i fondi speculativi aperti). In termini di volumi, ai fondi immobiliari è riconducibile la gran parte delle masse gestite di FIA, corrispondente al 64% del totale per un valore assoluto di oltre 53 miliardi di euro.

È indubbio – per i motivi che vedremo meglio a suo tempo<sup>44</sup> – come i fondi di arte siano da collocare in questo scenario.

## 6. Il sistema delle fonti

Prima di procedere oltre, non sarà inutile descrivere, per orientarci meglio nella materia e soprattutto per meglio delineare l'impatto nella medesi-

---

<sup>42</sup> Su cui cfr. ampiamente *infra*, nel prosieguo del lavoro, soprattutto nel cap. II.

<sup>43</sup> Il più volte citato d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58: va detto che il recepimento della nuova normativa europea in tema di gestione del risparmio è stata l'occasione per una riorganizzazione del Titolo III del TUF e per una riformulazione delle definizioni in questo presenti, al fine di renderle conformi con quelle comunemente utilizzate in ambito UE.

<sup>44</sup> Cfr. *infra*, nel cap. IV.

ma della Direttiva *alternative*, il sistema complessivo delle fonti normative dei fondi di investimento.

In materia, infatti, il sistema delle fonti interne risulta particolarmente articolato, potendosi parlare di almeno tre livelli di regolamentazione: la normativa primaria contenuta nel T.U.F., che definisce i principi di base; la normativa racchiusa nei Regolamenti emanati nel tempo dal Ministero dell'economia e delle finanze, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento<sup>45</sup>; i Provvedimenti della Banca d'Italia, sentita la Consob, che dettano i principi generali di redazione del regolamento del fondo ed il suo contenuto minimo, ad integrazione di quanto fissato nel T.U.F.<sup>46</sup>.

A queste devono affiancarsi le norme di rango comunitario: in proposito è da segnalare come, storicamente, la tensione verso un'armonizzazione a livello comunitario delle regole concernenti gli organismi di investimento collettivo del risparmio (e la relativa gestione) non ha riguardato indistintamente tutta la materia, ma ha visto soprattutto degli interventi mirati per taluni organismi o addirittura per specifiche classi di beni.

A tal proposito, va ricordato come le regole comunitarie abbiano interessato gli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) di tipo aperto (in cui al diritto al rimborso non è previsto solo a scadenze predeterminate)<sup>47</sup>, prescrivendo limiti prudenziali e di concentrazione agli investimenti consentiti.

Più di recente, la crisi finanziaria ha favorito invece iniziative volte a definire un quadro di regole comuni applicabili ai c.d. fondi alternativi: anche se, come si è fatto notare<sup>48</sup>, l'intervento ha in realtà inciso sui "gestori" dei

---

<sup>45</sup> Fino a qualche tempo il Decreto 24 maggio 1999 n. 228, allo stato da intendersi superato all'entrata in vigore del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di attuazione dell'art. 39 del T.U.F. in materia di struttura degli OICR.

<sup>46</sup> Cfr. il Provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2005, contenente il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", come successivamente modificato ed integrato, ora recentemente sostituito dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, contenente l'ultima versione dell'omonimo Regolamento. Cfr. inoltre l'atto di modifica del Regolamento adottato congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob, ai sensi dell'art. 6, comma 2-*bis*, del T.U.F., in data 29 ottobre 2007 e successive modifiche (c.d. Regolamento congiunto); e la delibera Consob n. 19094 dell'8 gennaio 2015, concernente "Modifiche ai regolamenti di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e degli intermediari adottati rispettivamente con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni".

<sup>47</sup> In tal senso, vanno lette ad esempio la Direttiva 85/611/CEE, che è stata poi assorbita nella Direttiva 2009/65/CE.

<sup>48</sup> Cfr. *supra*, § 5.

fondi alternativi, e non sui fondi in sé, quindi sul soggetto (il gestore) e non sul prodotto (il fondo), né tantomeno sulle classi di beni, che in tal modo restano tendenzialmente aperte.

Va quindi da sé che il T.U.F. costituisca la fonte più ampia di regolamentazione dei fondi, essendo l'orizzonte preso in considerazione dalla legislazione comunitaria piuttosto ristretto, e che anche il Testo Unico sia andato, come già osservato<sup>49</sup>, verso una sorta di semplificazione rispetto al sistema preesistente, che conosceva un approccio diverso, volto cioè a disciplinare singole e specifiche tipologie di fondi<sup>50</sup>. Ma del resto la specificità delle classi di beni oggetto dell'investimento, così come dell'operatività dei fondi, rendeva coerente non solo un tipo di normazione primaria pensata per singoli prodotti e relativi gestori, ma anche un'estrema specializzazione delle società di gestione dei fondi medesimi.

Ora si è passati ad un sistema completamente diverso: come si evince anche dalla definizione stessa di fondo comune di investimento, che prescinde da qualsiasi riferimento sia a specifiche classi di beni nei quali il patrimonio raccolto deve essere investito, sia a meccaniche di uscita dall'investimento<sup>51</sup>. Aspetti, questi ultimi, piuttosto demandati alla normativa secondaria.

A tale impostazione, ha fatto seguito un'analogia e progressiva libertà per i gestori di istituire e gestire qualsiasi tipologia di fondo<sup>52</sup>; così come l'evolversi dell'attenzione del legislatore verso specifici paradigmi operativi (come quello dei fondi immobiliari) o funzionali (come le previsioni in tema di ripartizione in classi di quote); verso determinate indicazioni in materia di *governance* dei fondi; e, ancora, verso precisazioni della stessa nozione generale di fondo comune di investimento che non hanno prodotto altro risulta-

---

<sup>49</sup> Cfr. ancora *supra*, §§ 1 e 2.

<sup>50</sup> Come dimostrano ad esempio interventi come la legge n. 77/1983, che era rivolta solo ai fondi comuni c.d. aperti (e le molte altre leggi che si sono succedute nel tempo, come quella sui fondi comuni c.d. chiusi – la legge 14 agosto 1993, n. 344 –, poi quella sui fondi chiusi di tipo immobiliare – la legge 25 gennaio 1994, n. 86 –, ora tutte abrogate).

<sup>51</sup> La definizione di fondo comune di investimento cui ci si riferisce nel testo è quella contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. j), del T.U.F. – su cui si tornerà più volte infra, nel prosieguo del discorso –, secondo cui il «fondo comune di investimento» è «il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi».

<sup>52</sup> Come rilevato da gran parte della dottrina, per la quale, sul punto, cfr. per tutti SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, cit., p. 25 ss.; e AA.VV., *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, in *Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni*, n. 21, 1998, *passim*.

to che il riaffermarsi dei principi base del concetto di gestione in monte nell'interesse di una pluralità di investitori.

Ed è in questo contesto che occorre meglio collocare ed indagare le novità portate dalla Direttiva *Alternative*, soprattutto per quanto riguarda la struttura dei fondi, la loro commercializzazione, le condizioni operative, nonché approfondire la particolare tipologia di fondi alternativi che sono oggetto della nostra indagine: gli *art funds*.