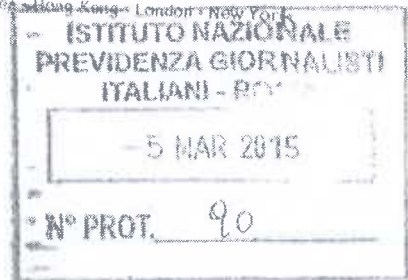


Memorandum



A: Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani
Alla c.a. Dott.ssa Maria Immacolata Iorio

Da: Avv. Andrea Marani

Data: 5 marzo 2015

Oggetto: Procedimento penale n. 42997/12 - Profili civilistici e regolamentari

1. Premessa

Agli inizi del 2009 taluni rappresentanti di Sopaf S.p.A. ("Sopaf"), società allora iscritta nella sezione generale dell'elenco degli intermediari finanziari di cui all'articolo 113 del D. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e s.m.i. (il "Testo Unico Bancario"), instauravano preliminari contatti con il Presidente del Consiglio di Amministrazione dell'Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani ("INPGI" o l'"Ente"), dott. Andrea Camporese (il "Presidente"), finalizzati a rappresentare all'INPGI, quale investitore istituzionale e qualificato, una possibile opportunità di investimento in specifici strumenti finanziari, rappresentati da quote di classe "A" (le "Quote") di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati, denominato Fondo Immobili Pubblici (il "Fondo FIP"), gestito da Investire Immobiliare SGR S.p.A. (la "SGR").

Facendo seguito a tali preliminari contatti, in data 14 gennaio 2009 Sopaf trasmetteva ad INPGI una formale proposta di investimento avente ad oggetto un numero compreso fra 150 e 350 Quote del Fondo FIP ad un prezzo unitario, al netto dei proventi che sarebbero stati distribuiti, pari ad Euro 140.077, con uno sconto variabile tra il 2,25% ed il 3,25% rispetto all'ultimo valore del *net asset value* (NAV) del Fondo FIP disponibile alla data del 30 giugno 2008. Alla proposta veniva, altresì, allegato del materiale promozionale relativo al Fondo FIP ed un modulo di accettazione della proposta stessa da sottoscrivere a cura dell'INPGI (la "Prima Proposta").

Ad esito di ulteriori interlocuzioni in data 17 febbraio 2009 Sopaf formalizzava all'Ente una nuova proposta di investimento che superava la Prima Proposta (la "Seconda Proposta"), avente ad oggetto l'acquisto di n. 224 Quote del Fondo FIP per un complessivo corrispettivo "immodificabile" pari ad Euro 30.000.000 (il "Corrispettivo"). Tenuto conto dell'ultimo valore disponibile del NAV (Euro 140.077), lo sconto applicato da Sopaf sul valore unitario certificato delle Quote nell'ambito della Seconda Proposta risultava pari al 4,39%, superiore quindi al 3,25% offerto nella Prima Proposta.

La Seconda Proposta prevedeva, inoltre, che, qualora l'INPGI avesse perfezionato l'acquisto delle Quote entro il 5 marzo 2009, avrebbe incassato anche i proventi delle Quote maturati nel secondo semestre del 2008 ed in distribuzione alla data dell'11 marzo 2009, per un importo complessivo pari a circa Euro 1.098.720, con conseguente ulteriore incremento fino al 7,45% dello sconto applicato da Sopaf.

A seguito della ricezione della Seconda Proposta, il Presidente dell'INPGI provvedeva a richiedere alle competenti strutture interne dell'Ente apposite relazioni sulla possibile operazione di investimento per

INPGI (le "Relazioni"). Nello specifico, venivano prodotte due distinte Relazioni:

- (i) la prima a firma dell'Ing. Francesco Imbimbo e dell'Avv. Pietro Manetta, dirigenti responsabili rispettivamente del Servizio Immobiliare Tecnico e del Servizio Immobiliare amministrativo ed appalti (la "Relazione Imbimbo - Manetta"),
- (ii) la seconda a firma del Dott. Giorgio Fano, Responsabile del Servizio Investimenti Finanziari (la "Relazione Fano").

La Relazione Imbimbo - Manetta evidenziava, quale aspetto positivo dell'operazione di investimento nel Fondo FIP, la redditività da locazione degli immobili facenti parte del patrimonio del Fondo FIP, mentre gli aspetti potenzialmente critici da valutare in chiave di rendimento finale atteso dell'investimento attecchivano essenzialmente alla capacità del Fondo FIP di alienare l'intero patrimonio nei tempi previsti, ancorché il 50% di quest'ultimo venisse considerato dotato di buon livello di liquidità.

La Relazione Fano, invece, evidenziava taluni profili critici dell'operazione e si concentrava sul prezzo di acquisto delle Quote che, a giudizio del Dott. Fano, avrebbe dovuto prevedere uno sconto vicino al 10%, importo che in ogni caso avrebbe consentito a Sopaf di maturare una plusvalenza. La Relazione Fano comprendeva, inoltre, il suggerimento di non investire più di Euro 5 - 10 milioni per ragioni di diversificazione degli investimenti dell'Ente. Da un attento esame dell'archivio documentale del Dott. Fano svolto dagli uffici dell'Ente, è emerso che la Relazione Fano è stata prodotta di getto, a distanza di sole poche ore dal conferimento del relativo incarico da parte del Presidente.

A fini di completezza informativa, si rileva che, in data 1° aprile 2009, a distanza di circa due mesi dalla Relazione Fano e in ogni caso successivamente all'effettiva realizzazione dell'investimento, ma antecedentemente alla riunione del Consiglio di Amministrazione del 7 aprile 2009 (vedi *infra*), il Dott. Fano consegnava al Presidente dell'INPGI un supplemento alla Relazione Fano nel quale, a differenza di quest'ultima, venivano evidenziati esclusivamente gli aspetti positivi dell'investimento nelle Quote del Fondo FIP, che emergevano anche dal confronto con altri investimenti immobiliari collocati sul mercato nel periodo di riferimento dell'operazione qui in esame (il "Supplemento").

Il Supplemento, che smentiva evidentemente i contenuti confluiti nella Relazione Fano, altro non era se non la riproduzione integrale di una *e-mail* che il Dott. Fano riceveva dal Dott. Gennaro Giordano, all'epoca dirigente di BNP Paribas avente una significativa esperienza nel settore della finanza immobiliare (cfr. al riguardo lo scambio di corrispondenza tra il Dott. Fano ed il Dott. Giordano)¹.

Sulla scorta dei contenuti delle Relazioni e tenuto conto della ristretta tempistica di realizzazione dell'operazione, il Presidente provvedeva, in forza dei poteri ad esso riconosciuti dall'articolo 6, comma 1, lett. (e), dello statuto sociale dell'INPGI (lo "Statuto") e dalla delibera del Consiglio di Amministrazione ("CDA") dell'INPGI n. 38 del 15 maggio 2008, a deliberare in data 19 febbraio 2009 l'operazione di investimento oggetto della Seconda Proposta (la "Delibera Presidenziale").

La Delibera Presidenziale è stata successivamente ratificata nel corso della riunione del Consiglio di

¹ Tale circostanza veniva scoperta dalle strutture interne dell'INPGI all'esito di un lungo ed accurato esame dell'archivio personale di back up del Dott. Fano, analizzato successivamente all'avvio del Procedimento Penale (come di seguito definito).

Peraltro, dall'esame di tale archivio è, inoltre, risultato che il Dott. Fano, antecedentemente alla consegna al Presidente del Supplemento, aveva anche privatamente ed al di fuori della sua attività lavorativa supportato un'iniziativa posta in essere dal Dott. Stefano Salone, componente della Commissione Bilancio e Investimenti dell'INPGI, volta ad ottenere dal Presidente dell'INPGI chiarimenti in merito alla realizzazione dell'operazione di investimento nelle Quote del Fondo FIP (cfr. al riguardo lo scambio di corrispondenza tra il Dott. Fano ed il Dott. Salone).

Amministrazione del 7 aprile 2009 (la "Ratifica") nel rispetto dello Statuto

In esecuzione della Delibera Presidenziale, in data 23 febbraio 2009 Sopaf e l'Ente stipulavano un contratto di compravendita avente ad oggetto l'acquisto, da parte di INPGI da Sopaf, di n. 224 Quote del Fondo FIP (successivamente divenute 225, in ragione di una Quota venduta senza incremento del prezzo complessivo da parte di Sopaf), nonché "di tutti i diritti, interessi, azioni connesse e correlate, libere da iscrizioni, pegni, ipoteche e trascrizioni pregiudizievoli, privilegi, diritti di terzi e vincoli di sorta" (il "Contratto"). Il Contratto prevedeva che l'operazione si perfezionasse entro il 5 marzo 2009 (la c.d. Data di Esecuzione), data successivamente prorogata al 16 marzo 2009 (vedi *infra*).

Il Contratto prevedeva l'impegno delle Parti a perfezionare un contratto di escrow (l'"Escrow Agreement") con Intesa Sanpaolo S.p.A. ("ISP"), banca depositaria del Fondo FIP, nell'ambito del quale disciplinare dettagliatamente i flussi del Contratto (pagamento del Corrispettivo da parte di INPGI e trasferimento delle Quote da Sopaf ad INPGI). L'Escrow Agreement costituisce un mandato congiunto irrevocabile conferito dalle Parti ad ISP.

In data 24 febbraio 2009 veniva pertanto stipulato l'Escrow Agreement.

Sulla base dell'Escrow Agreement INPGI disponeva, quindi, in data 3 marzo 2009 il pagamento del Corrispettivo. Ai sensi dell'Escrow Agreement il relativo bonifico bancario sarebbe dovuto avvenire su un conto intestato a Sopaf acceso presso ISP. Invece, per errore, è stato effettuato direttamente sul conto corrente di Sopaf sempre aperto presso ISP e non vincolato. Nella sostanza, se non fosse stato commesso il suddetto errore, l'Escrow Agreement prevedeva la seguente meccanica:

- (i) INPGI avrebbe bonificato il prezzo sul primo conto corrente, vincolato a proprio favore e aperto presso ISP;
- (ii) Il giorno del *closing* dell'operazione (i.e. il giorno dello scambio delle Quote contro il prezzo), ISP avrebbe dovuto trasferire il prezzo dal conto vincolato ad altro conto corrente di Sopaf non vincolato, ma solo dopo aver ricevuto dalla stessa Sopaf: a) una copia della *swift confirmation* del pagamento del prezzo e b) le istruzioni irrevocabili che Sopaf avrebbe dovuto dare alla SGR per consentire l'intestazione delle Quote all'INPGI.

L'effettivo *closing* che si sarebbe dovuto effettuare il giorno 5 marzo 2009, venne posticipato al 12 marzo 2009 su accordo delle Parti (vedi *infra*).

Nell'ambito di indagini penali avviate dalla Procura della Repubblica di Milano (la "Procura") nei confronti di esponenti aziendali di Sopaf e sociate nell'avvio del procedimento penale n. 42997/12 (il "Procedimento Penale"), veniva riscontrato che Sopaf aveva stipulato il 31 dicembre 2008 con una società austriaca denominata "Immowest Promtus Holding GmbH" ("Immowest") un contratto di compravendita avente ad oggetto n. 800 Quote del Fondo FIP, ciascuna del valore nominale di Euro 100.000, per un prezzo complessivo pari ad Euro 80.000.000 (il "Contratto Immowest"). Le Quote erano state originariamente acquistate da Immowest avvalendosi di un finanziamento concesso da Lehman Brothers Bankaus AG London Branch e garantito da un contratto di pegno sulle Quote stesse (il "Pegno").

Le indagini penali di cui sopra hanno evidenziato che, alla data del Contratto ed in particolare prima della data in cui è avvenuto il pagamento del Corrispettivo dall'Ente a Sopaf, quest'ultima non era ancora titolare delle Quote del Fondo FIP, non avendo ancora corrisposto in favore di Immowest il prezzo di Euro

80.000.000 ai sensi del Contratto Imnowest ed essendo, quindi, ancora in essere il Pegno.

Secondo la ricostruzione degli inquirenti, Sopaf, che versava in condizioni di difficoltà finanziarie già dalla fine del 2008, avrebbe dunque utilizzato il Corrispettivo fornito da INPGI per pagare il prezzo delle complessive n. 800 Quote del Fondo FIP da Imnowest ed ottenere così materialmente le Quote oggetto della operazione di compravendita con INPGI; in altri termini, mediante il Corrispettivo, INPGI avrebbe fornito a Sopaf la provvista per acquistare parte delle quote del Fondo FIP da Imnowest e la meccanica ipotizzata da Sopaf, specie in termini di tempistica, per l'Escrow Agreement sarebbe stata funzionale a "celare" tale circostanza.

La descritta operazione nel suo complesso (l'"Operazione") potrebbe rappresentare, secondo la ricostruzione degli inquirenti, una truffa ai danni di INPGI, avendo Sopaf celato le circostanze di cui sopra ed avendo posto in essere, nei fatti, un'attività di intermediazione che le ha consentito di beneficiare di una consistente plusvalenza, conseguita quale differenziale tra il prezzo corrisposto ad Imnowest ed il Corrispettivo ricevuto dall'Ente.

Con decreto del 7 novembre 2014 il G.I.P. del Tribunale di Milano ha quindi disposto il giudizio immediato nei confronti di Giorgio Magnoni e Luca Emilio Alessandro Magnoni, esponenti aziendali di Sopaf, per il reato di truffa aggravata ai sensi dell'art. 640, comma 1 e comma 2 n. 1, del Codice Penale ("CP"), i quali avrebbero commesso l'illecito in concorso, tra gli altri, con il Presidente dell'INPGI. Per quanto a conoscenza la Procura alla data odierna non ha né disposto l'interrogatorio del Presidente, né notificato l'avviso di chiusura delle indagini nei suoi confronti.

Tutto ciò premesso, il presente memorandum si propone la finalità di:

- 1) analizzare, esclusivamente dal punto di vista del diritto civile, alcuni temi della complessa vicenda che si ritengono rilevanti ai fini delle determinazioni che l'Ente potrà adottare in relazione al Procedimento Penale e alla posizione del Presidente ed in particolare:
 - a. la natura giuridica e gli effetti delle deliberazioni che, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera e), dello Statuto dell'Ente, il Presidente dell'INPGI può adottare nei casi di necessità o di urgenza; i poteri rappresentativi che sono attribuiti al Presidente dell'INPGI ai sensi dello Statuto nei confronti dei terzi;
 - b. se il comportamento tenuto da Sopaf e dai suoi esponenti durante le negoziazioni dell'Operazione possa essere qualificato come doloso ai sensi degli articoli 1439 e 1440 del Codice Civile ("CC");
- 2) fornire una sintetica descrizione del quadro normativo in materia di intermediazione finanziaria al fine di verificare se possano ritenersi integrati, nella complessiva Operazione sopra descritta, i presupposti di un esercizio abusivo, da parte di Sopaf, di servizi e/o attività di investimento, riservate ad intermediari abilitati e soggetti alla vigilanza delle competenti Autorità.

2. I profili civilistici

2.1 La Delibera Presidenziale prevista dall'articolo 6, comma 1, lett. e), dello Statuto

Dall'analisi dello Statuto si evincono i seguenti principi in tema di poteri degli organi e di formazione della volontà dell'Ente, nonché di rappresentanza legale dell'Ente stesso nei confronti dei terzi.

Per quanto riguarda i poteri degli organi, dal combinato disposto delle previsioni contenute nello Statuto e nel Regolamento degli investimenti mobiliari (il "Regolamento Investimenti") si evince che il Presidente dell'INPGI ha poteri generali sugli atti aventi ad oggetto l'acquisto, l'alienazione e la permuta di valori mobiliari.

Infatti, ai sensi del Regolamento Investimenti e del Regolamento di amministrazione dell'Ente (il "Regolamento di Amministrazione")² il CDA deve approvare con propria deliberazione la proposta di Asset Allocation Strategica ("AAS") e le sue eventuali modificazioni, e non deve obbligatoriamente approvare *ex ante* ogni singola operazione avente ad oggetto valori mobiliari e rientrante tra quelle suddette. Le Quote del Fondo rientrano nella categoria dei valori mobiliari ai sensi dell'art. 21 dello Statuto.

L'operato del Presidente è comunque sottoposto al controllo del CDA. Infatti, ai sensi dell'art. 15, comma 2, punto 2.5, del Regolamento di Amministrazione le delibere presidenziali aventi ad oggetto le suddette operazioni su valori mobiliari "sono sottoposte a ratifica del Consiglio di Amministrazione nella prima riunione utile e, comunque, non oltre sessanta giorni dalla loro adozione". Questa rappresenta l'ipotesi operativa ordinaria da seguire quando l'atto / l'operazione è comunque conforme alla AAS approvata dal CDA.

Alternativamente, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera (e), dello Statuto il Presidente "adotta nei casi di necessità o urgenza le delibere di competenza del Consiglio di Amministrazione, sottoponendole alla ratifica del predetto Organo alla prima riunione utile e comunque non oltre sessanta giorni dalla loro adozione".

Questa è l'ipotesi operativa che il Presidente è legittimato ad attuare quando l'atto / l'operazione avente ad oggetto valori mobiliari non sarebbe conforme alla AAS approvata dal CDA. Il potere è correttamente esercitato dal Presidente se ricorre una delle seguenti ipotesi:

- (i) l'operazione è necessaria, oppure
- (ii) l'operazione è connotata dal carattere dell'urgenza.

Entrambi i casi comportano valutazioni di merito che si debbono fondare sulle circostanze di fatto e gli effetti che si potrebbero generare sull'Ente e/o sul suo patrimonio per l'ipotesi che la Delibera Presidenziale non fosse adottata.

In entrambe le ipotesi operative è prevista la successiva Ratifica del CDA, che deve intervenire alla prima riunione utile successiva all'adozione della Delibera Presidenziale o comunque entro 60 gg. Questo termine è quello finale previsto dallo Statuto e dal Regolamento di Amministrazione e solo il suo colpevole superamento è idoneo a generare responsabilità nel Presidente.

L'art. 3 del Regolamento Investimenti detta poi alcuni principi che possono applicarsi al procedimento di

² Si veda l'art. 2 del Regolamento Investimenti e l'art. 15, comma 2, punto 2.3 del Regolamento di Amministrazione.

Ratifica e quindi alla fase dialettica tra Presidente e CDA, e precisamente:

- (i) il CDA deve adottare la propria delibera dopo aver preso visione delle memorie predisposte dagli uffici le quali devono offrire supporto tecnico alle delibere dello stesso CDA;
- (ii) nelle relazioni degli uffici deve essere dato conto del parere espresso dalla Commissione Bilancio, Finanza, Programmazione e Investimenti e delle opinioni manifestate dai consulenti dell'Istituto (ove nominati), le cui relazioni devono essere allegate alle stesse relazioni degli uffici.

Ciò premesso, è necessario analizzare il rapporto tra Delibera Presidenziale e successiva Ratifica del CDA in caso di necessità o urgenza.

Alla luce dei principi generali in materia di rappresentanza delle fondazioni di diritto privato come INPGI, è necessario verificare quale sia la natura e la valenza giuridica della Ratifica del CDA, se la Delibera Presidenziale sia efficace prima dell'intervenuta Ratifica e se il contratto stipulato in base alla sola Delibera Presidenziale sia valido ed efficace oppure necessiti della ratifica a questi fini.

Il Presidente ha la rappresentanza legale dell'Ente, come espressamente fissato dall'art. 6, comma 1, lettera (a), dello Statuto. Tale circostanza è confermata dalle risultanze dell'Ufficio Registro delle Persone Giuridiche della Prefettura di Roma che attesta che il legale rappresentante dell'Ente è il suo Presidente nella persona del dott. Andrea Camprese, e costituisce evidenza pubblica nei confronti dei terzi ai sensi del D.P.R. n. 361/2000.

Lo Statuto, nei casi di necessità o urgenza, attribuisce al Presidente il potere di approvare atti / operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, come le Quote del Fondo, senza la necessità di una preventiva deliberazione del CDA.

Nell'ipotesi di necessità o urgenza l'art. 6 dello Statuto fissa una deroga alla competenza del CDA. Come detto sopra, questa deroga sarebbe necessaria quando l'atto avente ad oggetto valori mobiliari non è in linea con la AAS vigente.

L'elemento qualificante su cui si fonda la deroga è costituito alternativamente dalla necessità o dall'urgenza. Nel caso dell'Operazione rileva l'urgenza, perché il Contratto con Sopaf avrebbe dovuto essere stipulato prima della data di approvazione del rendiconto di gestione del Fondo e della correlata delibera di distribuzione dei proventi della gestione (i.c.d. dividendi) da parte della SGR. Ai sensi di legge, entrambe le deliberazioni devono essere adottate dalla SGR entro e non oltre 60 giorni dalla chiusura del precedente esercizio e, quindi, nel caso di specie, dal 31 dicembre 2008.

Le norme generali in materia di rappresentanza (artt. 1398 e 1399 CC) prevedono che la ratifica sia necessaria, affinché l'atto compiuto da un soggetto privo di poteri possa essere imputato e spieghi i suoi effetti nei confronti del rappresentato. Questa è la funzione ordinaria della ratifica.

Nell'Operazione sottoposta ad esame, si deve, tuttavia, ritenere che la Ratifica prevista dall'art. 6 dello Statuto abbia una funzione e una valenza giuridica del tutto diversa. Al riguardo è necessario fare affidamento sull'insegnamento della Corte di Cassazione, che con la sua sentenza n. 23419 del 4.11.2009 ha fissato alcuni principi giudicando su un caso molto simile a quello in argomento.

L'urgenza, ove sia posta a fondamento dell'esercizio dei poteri e della rappresentanza da parte del legale rappresentante di un ente, fonda e giustifica la deroga, rende legittimo ed efficace l'atto compiuto in virtù

della deliberazione su di essa stessa fondata e quindi rende la prevista ratifica non necessaria al fine di far diventare *ex post* tale atto efficace nei confronti del soggetto rappresentato.

Se così non fosse, sarebbe del tutto frustrato lo scopo perseguito dallo Statuto: quello, cioè, che l'Ente possa compiere un atto non "provvisorio", ma da subito valido, efficace e quindi definitivo, perché necessario o urgente.

I terzi, in casi di necessità o urgenza, fanno legittimo affidamento sui poteri rappresentativi del Presidente dell'INPGI e non possono essere pregiudicati da un'eventuale mancata Ratifica. Pertanto, anche in caso di mancata Ratifica, il contratto tra l'Ente e il terzo, stipulato dall'Ente stesso a seguito di Delibera Presidenziale e dell'esercizio della legale rappresentanza da parte del Presidente, è valido ed efficace nei confronti del terzo e non viene travolto.

La mancata Ratifica che potrebbe intervenire in esito al procedimento previsto dall'art. 6 dello Statuto, potrebbe avere eventuali effetti sul rapporto di mandato ad amministrare tra l'Ente ed il Presidente sulla base delle circostanze di fatto ricorrenti a quel momento.

Le suddette conclusioni possono avere una significativa valenza ai fini del Procedimento Penale e della posizione dell'INPGI.

Poiché il CDA non ha e non aveva il potere di rendere efficace l'Operazione, data la sopra illustrata valenza giuridica della Ratifica prevista dall'art. 6, comma 1, lettera e), dello Statuto, e poiché quindi il Contratto tra l'INPGI e Sopaf era sin dalla sua stipulazione valido, efficace e definitivo, da un punto di vista logico - giuridico il comportamento del Presidente, qualunque esso sia stato, non avrebbe potuto indurre lo stesso CDA a rivalutare l'Operazione, rendere inefficaci i contratti stipulati e quindi escluderne l'opponibilità all'Ente, ottenere una rinegoziazione dei termini economici con lo scopo di spuntare un prezzo ancora più vantaggioso di quello versato (per le considerazioni più specifiche sul prezzo si rinvia al successivo paragrafo 5)³.

2.2 Il comportamento di Sopaf e la sua qualificazione giuridica alla luce degli artt. 1439 e 1440 CC

Dallo svolgimento degli atti e dalle risultanze documentali è emerso che Sopaf ha conseguito una significativa plusvalenza concludendo l'Operazione, avendo pagato le Quote ad un prezzo significativamente inferiore a quello al quale le ha vendute ad INPGI.

L'elemento che si ritiene rilevante ai fini della valutazione civilistica del comportamento di Sopaf e ai fini delle eventuali conseguenze sul contratto di vendita sottoscritto tra le parti, è sotteso alle seguenti domande: ai sensi di legge Sopaf avrebbe dovuto informare INPGI della circostanza che non era proprietaria delle Quote e che le avrebbe acquistate ad un prezzo significativamente inferiore a quello convenuto con INPGI stessa?

Le risposte alle due domande rilevano per valutare se il comportamento di Sopaf possa considerarsi caratterizzato da dolo ai sensi dell'art. 1439 CC.

³ Quindi, sulla base dell'analisi civilistica della fattispecie, le considerazioni svolte e le conclusioni raggiunte dalla Guardia di Finanza nella Nota del 7/10/2014, prot. n. 0121937/14 appaiono quanto meno parziali e addirittura fuorvianti, poiché nessun ragionamento giuridico sul potere di rappresentanza del legale rappresentante, sui poteri degli organi dell'Ente e sulla valenza degli atti stipulati dal Presidente ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera e), dello Statuto è stato svolto.

L'art. 1439 CC stabilisce che "il dolo è causa di annullamento del contratto quando i raggiri usati da uno dei contraenti sono stati tali che, senza di essi, l'altra parte non avrebbe contrattato. Quando i raggiri sono stati usati da un terzo, il contratto è annullabile se essi erano noti al contraente che ne ha tratto vantaggio."

L'art. 1440 CC, poi, prevede un'altra ipotesi, il c.d. dolo incidentale: "Se i raggiri non sono stati tali da determinare il consenso, il contratto è valido, benché senza di essi sarebbe stato concluso a condizioni diverse; ma il contraente in mala fede risponde dei danni."

È importante riportare anche l'art. 640 CP, primo comma, perché la dottrina e la giurisprudenza hanno nel tempo evidenziato una significativa similitudine tra i raggiri menzionati dall'art. 1439 CC e la fattispecie penale della truffa che è proprio definita dall'art. 640 CP: "Chiunque, con artifici o raggiri, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno, è punito con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da euro 51 ad euro 1.032."

L'annullamento del contratto deve essere chiesto dalla parte che si duole. L'azione di annullamento per dolo si prescrive in 5 anni che decorrono dal momento in cui la parte ha scoperto il comportamento doloso. L'annullamento del contratto per dolo comporta in ogni caso l'obbligo di ciascuna parte di restituire le prestazioni effettuate ai sensi del contratto. All'azione di annullamento può ovviamente accompagnarsi la pretesa di risarcimento dei danni subiti.

Nel caso previsto dall'art. 1440 CC il contratto non è annullabile, ma la parte che dimostra il dolo incidente dell'altra, ha azione risarcitoria per il ristoro dei danni subiti.

Per completezza si fa presente che l'ordinamento giuridico italiano afferma la legittimità della vendita di cosa altrui, che non è illecita, nulla, invalida. L'art. 1478 CC, infatti, recita: "Se al momento del contratto la cosa venduta non era di proprietà del venditore, questi è obbligato a procurarne l'acquisto al compratore." Questo tipo di situazione origina quindi un contratto solo inefficace, che produce i suoi pieni e validi effetti nel momento in cui il venditore diventa proprietario.

La fattispecie individuata dall'art. 1439 CC dà decisiva rilevanza al comportamento della parte che ha posto in essere i raggiri e, quindi, è necessario considerare quanto fatto da Sopaf e dai suoi esponenti prima della stipulazione del Contratto, perché un'eventuale attività dolosa è funzionale alla, e precede la, conclusione del Contratto. Si svolge in una fase precontrattuale ove intercorrono le trattative.

2.2.1 Passaggi rilevanti dell'Operazione

Nel febbraio 2009, come visto, Sopaf invia all'Ente talune proposte (di cui la Seconda Proposta qualificata come migliorativa), dal cui tenore letterale non emerge nessun riferimento al fatto che la stessa Sopaf fosse proprietaria delle Quote.

Il 16 febbraio 2009 Sopaf invia all'INPGI il contratto, che porta la firma solo della stessa Sopaf. È ragionevole immaginare che questo documento, cui INPGI non ha dato seguito, fosse una compiuta proposta inviata da Sopaf ad INPGI. Da questo documento si può evincere chiaramente che la parte venditrice non era proprietaria delle Quote. Infatti all'art. 3.1 del documento si legge: "Il Venditore dichiara e garantisce all'Acquirente che: (A) le Quote di Classe A saranno, alla Data di Esecuzione, libere da pgni, oneri, pesi, gravami pregiudizievoli o diritti di terzi di ogni genere ed il Venditore ne avranno la

piena e libera proprietà e disponibilità." Con il termine "**Data di Esecuzione**" nell'art. 1.1 del contratto si indica "la data del 5 marzo 2009 o la precedente concordata congiuntamente tra le Parti, in cui l'Acquirente e il Venditore si impegnano ad eseguire tutti gli atti connessi o correlati al trasferimento delle Quote di Classe A".

Il giorno 19 febbraio 2009 il Presidente sottoscrive la propria Delibera ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera (e), dello Statuto. Prima di quella data nessun contratto avrebbe potuto essere legittimamente sottoscritto dall'INPGI.

Il 23 febbraio 2009 le parti sottoscrivono il Contratto il cui testo corrisponde a quanto sopra riportato.

Pertanto, la proposta di Sopaf appariva chiara sulla circostanza che in nessun momento essa ha affermato di vendere Quote di sua proprietà alla data di stipulazione del Contratto.

2.2.2 L'Escrow Agreement

E' necessario considerare l'Escrow Agreement, ossia il contratto di mandato conferito congiuntamente da Sopaf e INPGI ad Intesa Sanpaolo S.p.A. per dare esecuzione ordinata al Contratto. Si noti che la stipulazione di questo mandato era stata convenuta tra le Parti ai sensi dell'art. 2.3 del Contratto.

Dalla documentazione in possesso di INPGI risulta che quanto meno dal 13 febbraio 2009 l'Ente avesse ricevuto una bozza dell'Escrow Agreement.

Come visto in premessa, in data 24 febbraio 2009 INPGI, Sopaf e Intesa Sanpaolo hanno stipulato l'Escrow Agreement, dal cui tenore letterale non si evince alcun riferimento al fatto che Sopaf era in quel momento proprietaria delle Quote.

Poiché la Guardia di Finanza che ha svolto attività di indagine nell'ambito del Procedimento Penale, ha attribuito particolare rilevanza all'Escrow Agreement per qualificare negativamente il comportamento degli indagati, riteniamo opportuno svolgere alcune considerazioni di base al riguardo.

- (i) la previsione e stipulazione di contratti / mandati congiunti come l'Escrow Agreement rientrano nella migliore prassi nazionale e internazionale per l'esecuzione di operazioni di vendita di valori mobiliari complesse e rilevanti, con questo tipo di contratti le parti si tutelano affinché l'esecuzione dell'operazione economica avvenga in modo ordinato e assicurando una certa protezione ai loro rispettivi diritti;
- (ii) l'Escrow Agreement è impostato secondo uno dei molteplici meccanismi che si possono convenire tra parti qualificate e che si rinvergono nella prassi. Non esiste un unico e prevalente meccanismo. Le circostanze di fatto giocano un ruolo determinante;
- (iii) non si ritiene che quanto convenuto con l'Escrow Agreement sia inusuale o addirittura eccezionale a differenza di quanto sottolineato dalla Guardia di Finanza;
- (iv) ai sensi dell'art. 2.4 dell'Escrow Agreement Sopaf avrebbe avuto diritto di ricevere il Corrispettivo da INPGI sul conto corrente non vincolato solo dopo aver inviato alla banca copia delle istruzioni irrevocabili alla SGR di registrare la proprietà delle Quote a nome di INPGI stessa. In questo modo si applicava la normativa sul trasferimento delle Quote;

- (v) se, da un lato, si deve riconoscere che questo meccanismo non escludeva per INPGI rischi di esecuzione dell'Operazione, dall'altro si può evincere che esso sia stato valutato sufficientemente dagli uffici.

A questo proposito si veda anche il messaggio e-mail inviato in data 5 marzo 2009 dall'Avv. Claudio Grisanti dello Studio Di Tanno & Associati, consulente legale di Sopaf per l'Operazione, all'Avv. Manella di INPGI. Con il messaggio si trasmetteva la bozza di comunicazione da Sopaf ad INPGI con la quale la prima proponeva di spostare la Data di Esecuzione. Nulla viene detto circa la proprietà delle Quote dai rappresentanti di Sopaf in siffatta comunicazione, né nell'accordo a mezzo scambio di corrispondenza con cui le Parti hanno posposto la Data di Esecuzione a modifica del Contratto.

3. *Preliminari conclusioni*

Da quanto sopra ricostruito pare ragionevole concludere che Sopaf non abbia posto in essere nei confronti di INPGI un comportamento univoco finalizzato a celare la circostanza che essa non era proprietaria delle Quote o a rappresentare falsamente che essa era proprietaria delle Quote.

La dottrina e la giurisprudenza civili hanno affermato che i raggiri che costituiscono la consumazione del comportamento doloso, possono essere consumati con tutti i mezzi utili inclusi il silenzio e la reticenza. Il silenzio tenuto in una data circostanza può inserirsi in un complesso comportamento adeguatamente preordinato al fine dell'inganno; dipende dalle circostanze di fatto e dalla qualità delle parti. In ogni caso è stato autorevolmente sostenuto che il semplice atteggiamento inerle è di per sé non idoneo a trarre in inganno e non configura azione dolosa.

Infine, rileva anche la qualità del soggetto che assume di essere stato portato all'errore con raggiri dolosi e l'applicazione nei suoi confronti del "principio di autoresponsabilità". Se la parte avesse potuto evitare l'errore adottando l'ordinaria diligenza e comportamenti normalmente adeguati con la sua natura e attività, tale errore non può giudicarsi rilevante ai fini del dolo.

A questo proposito è doveroso riconoscere che Sopaf, trasmettendo il Contratto in data 16 febbraio 2009, almeno sin da quel momento ha rappresentato ad INPGI che essa non era proprietaria delle Quote e, quindi, INPGI era secondo diligenza nella condizione di poter desumere questa informazione.

Pertanto, si ritiene molto difficile poter sostenere con successo che Sopaf abbia posto in essere un comportamento doloso rilevante ai fini degli artt. 1439 e 1440 CC nei confronti di INPGI e dei suoi esponenti.

Quanto alla domanda se Sopaf avrebbe dovuto comunicare a INPGI il proprio acquisto delle Quote ad un prezzo significativamente inferiore a quello convenuto con INPGI stessa, è necessario valutare due aspetti:

- (i) l'esistenza di obbligo giuridicamente vincolante per Sopaf di dover comunicare ad INPGI questa informazione, e
- (ii) anche in assenza di un siffatto obbligo, se Sopaf avrebbe dovuto adempiere ad un generale obbligo di buona fede il cui mancato rispetto potrebbe configurare i raggiri di cui agli artt. 1439 e 1440 CC che rilevano ai fini della sussistenza del dolo di un parte contrattuale.

Sul primo punto si può affermare che non ricorreva un obbligo specifico di comunicazione del prezzo di carico delle Quote da parte di Sopaf.

A tale ultimo riguardo, pare utile osservare in termini generali che le quote dei fondi comuni di investimento riservati, quali il Fondo FIP, non possono essere ammesse a quotazione su un mercato regolamentato se non in casi eccezionali, con la conseguenza che la vendita e l'acquisto delle stesse si concludono esclusivamente ad esito di trattative bilaterali tra investitori qualificati, i quali non possono prendere in considerazione l'andamento dei prezzi di borsa per negoziare, nè tantomeno convenire il prezzo di vendita delle quote stesse.

Trattandosi di fondi riservati, le parti interessate all'acquisto non hanno, dunque, accesso alle informazioni riguardanti operazioni di vendita precedentemente effettuate da altri investitori (c.d. serie storica dei prezzi) e non possono avvalersi delle informazioni che, ai sensi di legge e/o dei regolamenti che disciplinano i mercati borsistici, gli emittenti debbono mettere a disposizione del pubblico.

L'unica fonte a cui gli investitori, che intendono investire in quote di un fondo riservato, possono guardare per poter apprezzare la consistenza del patrimonio del fondo riservato stesso e per negoziare il prezzo di acquisto delle sue quote è costituito dal NAV, ossia dal valore complessivo netto del Fondo. Infatti, mancando il c.d. corso dei prezzi di borsa, il NAV rappresenta il principale se non l'unico punto di riferimento sulla base del quale effettuare e valutare l'investimento in quote di un fondo riservato, su basi esclusivamente negoziali.

Traslando le considerazioni generali di cui sopra al caso di specie, deriva che le informazioni circa il presunto valore delle Quote del Fondo FIP (che, si ribadisce, è un fondo riservato) disponibili agli investitori erano (e sono) limitate esclusivamente al NAV del Fondo stesso e al NAV Unitario delle Quote.

Il valore del NAV è calcolato dalla SGR sulla base delle prescrizioni della Banca d'Italia, ed esprime un valore, tendenzialmente prudenziale, del Fondo, che può ben essere un riferimento per il prezzo di eventuali transazioni aventi ad oggetto le quote del Fondo, ma che non necessariamente coincide con quest'ultimo.

Le informazioni e i dati relativi al Fondo FIP disponibili per gli investitori erano (e sono) unicamente quelle previste dalla normativa applicabile ai fondi riservati e dal regolamento di gestione del Fondo FIP stesso.

Quest'ultimo prevede, nello specifico, che:

- i partecipanti al Fondo FIP possano prendere visione del rendiconto annuale di gestione, della relazione semestrale e del rendiconto finale di liquidazione del Fondo FIP presso la sede legale della banca depositaria (art. 5);
- il NAV unitario delle Quote sia comunicato ai partecipanti al Fondo FIP mediante un avviso pubblicato almeno sui quotidiani "Il Sole 24Ore", "Il Corriere della Sera" e "The Financial Times", entro 15 giorni lavorativi dal termine previsto per la relativa valutazione, nonché sul sito internet della SGR e del Fondo FIP (articolo 6);
- i rendiconti della gestione, le relazioni semestrali ed i relativi allegati del Fondo FIP siano resi pubblici tramite deposito presso la sede della SGR entro e non oltre 30 giorni dalla loro redazione.

L'ultimo rendiconto della gestione, l'ultima relazione semestrale e i relativi allegati del Fondo FIP devono inoltre essere resi pubblici tramite deposito presso la filiale della banca depositaria indicata nel Regolamento. A seguito di specifica richiesta i partecipanti al Fondo FIP hanno diritto di ottenere gratuitamente dalla SGR una copia dell'ultimo rendiconto e dell'ultima relazione semestrale. Ulteriori copie dell'ultimo rendiconto e dell'ultima relazione semestrale potranno essere fornite ai partecipanti previo pagamento delle spese di stampa e di spedizione. I citati documenti, unitamente al regolamento, sono resi altresì disponibili a mezzo di supporto elettronico mediante tecniche di comunicazione a distanza ovvero mediante pubblicazione sul sito internet della SGR e/o del Fondo FIP, ove istituito (articolo 28).

In aggiunta alle descritte previsioni del regolamento di gestione del Fondo FIP, si osserva che ulteriori informazioni erano (e sono) disponibili nel sito internet di quest'ultimo, da cui è possibile trarre notizie in merito, tra l'altro, a:

- la consistenza del patrimonio;
- la descrizione degli immobili in cui il Fondo FIP ha investito;
- il *business plan* del Fondo FIP;
- i NAV unitari delle Quote del Fondo FIP registrati di tempo in tempo a partire dalla data del 30 giugno 2005 fino alla data dell'ultimo rendiconto annuale o relazione semestrale pubblicati;
- la società di gestione (i.e. Investire Immobiliare SGR S.p.A.)

Non erano (e non sono), invece, disponibili informazioni e notizie circa la persona degli investitori nel Fondo FIP, il numero di Quote di loro rispettiva titolarità, le operazioni di vendita / cessione delle Quote del Fondo FIP e i rispetti termini, condizioni e prezzi.

Infine, vista la natura di fondo riservato, la SGR non era (e non è) legittimata a fornire a terzi, che non siano quotisti del Fondo FIP, informazioni circa il Fondo stesso e/o i suoi quotisti. Quindi, nel caso di specie, INPCI non beneficiava di disposizioni normative che le consentissero legittimamente di accedere in modo diretto e autonomo alle informazioni relative al Fondo FIP ulteriori rispetto a quelle che la SGR rendeva disponibili sul proprio sito internet, e di intrattenere rapporti diretti con quest'ultima.

....

Sul secondo punto si ritiene importante illustrare il concetto di *dolus bonus*, con cui storicamente la dottrina e la giurisprudenza si sono confrontati.

Per *dolus bonus* si intende la millantata esaltazione di un bene o di un servizio che una parte fa all'altra in sede di trattative, per convincerla ad apprezzare positivamente la conclusione dell'accordo. Dottrina e giurisprudenza hanno costantemente affermato che il *dolus bonus* non rileva e rappresenta una pratica consentita, fino a quando non si attribuiscono al bene specifiche qualità non rispondenti al vero.

Dall'analisi delle informazioni sull'Operazione si può affermare che questa fattispecie non ricorre e che quindi Sopaf non può essere ritenuta responsabile, poiché non ha rappresentato specifiche qualità delle Quote non rispondenti al vero.

Infine, per quanto riguarda il principio della buona fede, non si ritiene che esso includa l'obbligo di un venditore di informare il potenziale acquirente dei termini economici del proprio precedente acquisto del bene che si propone di rivendere.

4. I profili regolamentari

Come anticipato in premessa, all'epoca dell'Operazione Sopaf era iscritta nella sezione dell'elenco generale degli intermediari finanziari di cui all'articolo 113 del Testo Unico Bancario.

Gli intermediari iscritti in tale sezione (ad oggi non più esistente per effetto di sopraggiunte modifiche normative) svolgevano in via professionale, non nei confronti del pubblico, le attività finanziarie di cui all'articolo 106 del medesimo Testo Unico Bancario ed in particolare l'attività di assunzione di partecipazioni, la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, la prestazione di servizi di pagamento e l'intermediazione in cambi.

Operando non nei confronti del pubblico, i poteri di vigilanza esercitati dalla Banca d'Italia nei confronti di tali intermediari erano prevalentemente finalizzati alla corretta tenuta dell'elenco, ma non riguardavano invece l'attività dagli stessi in concreto svolta.

Sopaf, che notoriamente era una società particolarmente attiva nel settore finanziario, non era dunque iscritta in nessun altro albo od elenco e, pertanto, non era un soggetto autorizzato a svolgere, ai sensi del proprio statuto sociale, alcuna attività finanziaria nei confronti del pubblico né i servizi e le attività di investimento di cui al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e s.m.i. (il "Testo Unico della Finanza")

4.1 I servizi e le attività di investimento

Ai sensi dell'articolo 18, comma 1, del Testo Unico della Finanza, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato ai soggetti abilitati.⁴

Gli elementi qualificanti ai fini della sussistenza della riserva di attività sono, pertanto, costituiti:

- (i) dalla professionalità e
- (ii) dall'esercizio dei servizi e delle attività nei confronti del pubblico indistinto.

di talché le norme del Testo Unico della Finanza e delle relative disposizioni di attuazione non trovano applicazione, fra l'altro, ai servizi di investimento prestati in via occasionale ed accessoria, senza predisposizione di idonei schemi organizzativi per il loro svolgimento, in quanto non esercitati professionalmente (cfr. Decreto Ministeriale del 26 giugno 1997 n. 329), ovvero esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza del prestatore dei servizi.

Al ricorrere dei presupposti *sub* (i) e (ii), l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte di un soggetto è consentito solo in presenza di una preventiva autorizzazione da parte delle competenti Autorità di Vigilanza e della conseguente iscrizione del prestatore dei servizi nei relativi albi od elenchi.

⁴ Ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lett. c), del Testo Unico della Finanza, i soggetti abilitati comprendono i seguenti soggetti: le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SCR, le società di gestione UE con succursale in Italia, le Sicav, le Sicaf, i GEFIA UE con succursale in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia con succursale in Italia, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento.

L'articolo 166 del Testo Unico della Finanza (rubricato "Abusivismo") prevede, infatti, che chiunque, senza esservi abilitato, svolge, *inter alia*, servizi o attività di investimento, offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, strumenti finanziari o servizi o attività di investimento è punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da Euro 2.066 a Euro 10.329⁵.

Lo stesso articolo prevede, inoltre, che se vi è fondato sospetto che una società svolga servizi o attività di investimento senza esservi abilitata, la Banca d'Italia o la Consob debbano denunciare i fatti al pubblico ministero ai fini dell'adozione dei provvedimenti previsti dall'articolo 2409 del codice civile ovvero possono richiedere al tribunale l'adozione degli stessi provvedimenti.

I servizi e le attività di investimento hanno ad oggetto strumenti finanziari – che sono a loro volta elencati nell'articolo 1, comma 2, del Testo Unico della Finanza e nel cui novero figurano anche le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (*i.e.* le Quote) – e sono tassativamente elencati nell'articolo 1, comma 5, del Testo Unico della Finanza come segue:

- a) negoziazione per conto proprio⁶;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti⁷;
- c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente⁸;
- c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente⁹;
- d) gestione di portafogli¹⁰;
- e) ricezione e trasmissione di ordini. Il servizio in questione comprende, ai sensi di quanto disposto dall'articolo 1, comma 5-*sexies*, del Testo Unico della Finanza "la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra loro (mediazione)"¹¹;
- f) consulenza in materia di investimenti¹²;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione¹³.

⁵ Con la stessa pena è punito anche chiunque esercita l'attività di promotore finanziario senza essere iscritto nell'albo indicato dall'articolo 31 del Testo Unico della Finanza.

⁶ Ai sensi dell'articolo 1, comma 5-*bis*, del Testo Unico della Finanza, "Per "negoziazione per conto proprio" si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker". Per market maker si intende, invece, il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti (cfr. articolo 1, comma 5-*quater*, del Testo Unico della Finanza).

⁷ Il servizio di investimento in esame non è definito nel Testo Unico della Finanza.

⁸ Il servizio di investimento in esame non è definito nel Testo Unico della Finanza.

⁹ Il servizio di investimento in esame non è definito nel Testo Unico della Finanza.

¹⁰ Ai sensi dell'articolo 1, comma 5-*quinqies* del Testo Unico della Finanza "Per "gestione di portafogli" si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari o nell'ambito di un mandato conferito dai clienti".

¹¹ Ai sensi dell'articolo 1, comma 5-*septies*, del Testo Unico della Finanza, "Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione".

¹² Ai sensi dell'articolo 1, comma 5-*octies*, del Testo Unico della Finanza, "Per "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discriminatorie, di interessi multipli di acquisto o di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti".

4.2 *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari*

Il Testo Unico della Finanza contiene una dettagliata disciplina dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari.

Quest'ultima, ai sensi dell'articolo 30, comma 1, del Testo Unico della Finanza, consiste nella promozione e nel collocamento presso il pubblico:

- a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività.

Il comma 2 del citato articolo specifica che non costituisce offerta fuori sede, tra l'altro, l'offerta effettuata nei confronti di clienti professionali, come individuati ai sensi dell'articolo 6, commi 2-*quinques* e 2-*sexies*, del Testo Unico della Finanza.

L'offerta fuori sede di strumenti finanziari può essere effettuata esclusivamente dai soggetti individuati nel medesimo articolo 30 del Testo Unico della Finanza, tra cui i soggetti autorizzati allo svolgimento dei servizi di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

L'articolo 30, comma 6, del Testo Unico della Finanza dispone, inoltre, che l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore e che, entro tale termine, l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà deve essere indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore.

I soggetti autorizzati alla prestazione dell'offerta fuori sede devono avvalersi di promotori finanziari, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 31 del Testo Unico della Finanza, ossia di persone fisiche che esercitano professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario¹³.

4.3 *Le regole di condotta nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento o nell'offerta fuori sede*

I soggetti abilitati sono tenuti ad osservare specifici obblighi e regole di condotta nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dell'offerta fuori sede.

In termini generali, l'articolo 21 del Testo Unico della Finanza prevede che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati debbano:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

¹³ L'attività di promotore finanziario deve essere svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto, il quale è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.

- b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

In aggiunta a quanto sopra, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, i soggetti abilitati devono:

- a) adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e gestirli, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti,
- b) informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato,
- c) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Le regole di condotte vengono declinate in modo dettagliato, anche per specifici servizi ed attività di investimento, nell'ambito della regolamentazione di implementazione del Testo Unico della Finanza, con specifico riguardo al Regolamento Consob n. 16190 del 2007 e s.m.i. (il "Regolamento Intermediari").

Nello specifico il Libro III del Regolamento Intermediari disciplina gli obblighi di trasparenza e correttezza che devono essere osservati dagli intermediari abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, tra i quali assumono specifico rilievo soprattutto quelli informativi (artt. 27-36), gli obblighi di valutazione dell'adeguatezza e/o appropriatezza delle operazioni in strumenti finanziari (cfr. successivi paragrafi), nonché gli obblighi di *best execution* (artt. 45-48).

4.3.1 Gli obblighi di valutazione dell'adeguatezza

Quanto, in particolare, agli obblighi di valutazione dell'adeguatezza, applicabili ai servizi di investimento a maggior valore aggiunto (i.e. gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti), l'articolo 39 del Regolamento Intermediari prevede che gli intermediari debbano ottenere dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito:

- a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio: le informazioni includono, ove pertinenti, i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente.
- b) alla situazione finanziaria: le informazioni includono, ove pertinenti, i dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari;
- c) agli obiettivi di investimento: le informazioni includono, ove pertinenti, i dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento.

Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete, ma non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste.

Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengano le sopra indicate informazioni sono tenuti ad astenersi dal prestare i menzionati servizi.

Sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari devono valutare che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri:

- a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;
- b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Gli intermediari possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini di cui alla precedente lettera c).

In caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto ai sensi dell'Allegato n. 3 al Regolamento Intermediari ovvero del regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico della Finanza, gli intermediari possono presumere che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento.

4.3.2 *Gli obblighi di valutazione dell'appropriatezza*

In relazione ai servizi ed attività di investimento diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza in materia di investimenti, gli intermediari sono tenuti ad osservare gli obblighi di appropriatezza, dovendo chiedere al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto.

Gli intermediari devono quindi verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta, potendo presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale.

Qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, sono tenuti ad avvertire il cliente di tale situazione. Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari devono avvertire il cliente o potenziale cliente che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato, ma, a differenza di quanto visto per gli obblighi di valutazione dell'adeguatezza, non sono obbligati ad astenersi dal compiere l'operazione.

4.3.3 *Gli obblighi organizzativi e procedurali interni - Cenni*

I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento sono, inoltre, tenuti a Specifici obblighi concernenti l'assetto di *governance*, procedurale ed organizzativo interno.

Tali obblighi sono dettagliatamente disciplinati, in particolare, nel Regolamento Congiunto Banca d'Italia / Consob del 27 ottobre 2007 e s.m.i.

5. *Valutazione dell'operatività di Sopaf alla luce del delineato quadro normativo*

Le specifiche modalità operative con cui si è estrinsecata l'attività di Sopaf nei confronti di INPGI possono far ritenere che Sopaf abbia prestato nei confronti dell'Ente uno o più attività e servizi di investimento, in violazione della riserva di attività e degli obblighi di condotta ed organizzativi previsti nel Testo Unico della Finanza e nelle relative disposizioni di dettaglio.

L'organizzazione e la struttura interna di Sopaf, in termini di mezzi, risorse (umane e tecniche) e competenze, è indubbiamente funzionale sul piano astratto a consentire alla medesima la prestazione, su base stabile e continuativa nei confronti del pubblico, e dunque professionalmente, delle attività riservate ai soggetti abilitati.

Sulla base della documentazione esaminata e di quanto rappresentato, Sopaf ha in concreto proposto all'INPGI, di propria iniziativa, un investimento in uno "specifico" strumento finanziario (i.e. le Quote), raccomandandone l'investimento in ragione di un esplicito preventivo giudizio di adeguatezza di tale strumento finanziario rispetto al profilo di rischio/rendimento tipico degli investitori istituzionali, quali lo stesso INPGI.

La "raccomandazione" di Sopaf all'Ente di investire nello specifico strumento finanziario, più volte reiterata anche in forma documentale, è stata altresì accompagnata da documentazione informativa concernente le caratteristiche dello strumento finanziario, nonché da un modulo di adesione/interesse, che sostanzialmente è equiparabile ad un modulo di sottoscrizione delle quote di un fondo comune di investimento.

Le sopra descritte modalità operative potrebbero, dunque, far ritenere integrata nel caso di specie la prestazione, da parte di Sopaf, di uno o più dei seguenti servizi di investimento ed attività:

- 1) consulenza in materia di investimenti;
- 2) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- 3) offerta fuori sede.

L'assenza, nella fattispecie in esame, di un ordine di sottoscrizione delle Quote proveniente direttamente da INPGI porterebbe ad escludere, invece, la prestazione da parte di Sopaf di un servizio di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto terzi. Per le stesse ragioni non sembra integrato nel caso di specie il servizio di pura ricezione e trasmissione di ordini (nella forma diversa dalla mediazione), mentre è senza dubbio escluso il servizio di gestione di portafogli.

Ciò premesso, la concreta qualificazione dell'attività di Sopaf richiede comunque un approccio valutativo di tipo sostanzialistico, di talché l'analisi di tutte le circostanze di fatto potrebbe indurre il giudice a qualificare anche diversamente l'attività posta in essere da Sopaf.

In particolare, la natura eventualmente riservata dell'attività svolta da Sopaf ed i profili della professionalità, della potenzialità a replicare operazioni nel tempo e in favore di un pubblico indifferenziato di soggetti, indubbiamente evidenti in relazione all'attività di Sopaf, costituiscono aspetti fattuali, da valutare tenendo conto dell'operatività complessiva svolta nel tempo da Sopaf, anche nei confronti di altri soggetti, con la conseguenza che la dimostrazione in chiave probatoria dell'esercizio abusivo di attività riservate potrebbe risultare non agevole.

Per altri versi, la qualifica di "investitore qualificato", dichiarata dall'INPGI nell'ambito dell'Operazione, a comprova del possesso di specifica esperienza e competenza in materia di strumenti finanziari e di operazioni finanziarie, potrebbe in chiave processuale attenuare la posizione di debolezza contrattuale intrinsecamente riconosciuta ad un investitore *retail* (come visto, le disposizioni in materia di offerta fuori sede non si applicano alle offerte rivolte ai clienti professionali; ugualmente talune regole di condotta previste nel Regolamento Intermediari, a tutela dell'investitore, non si applicano ai clienti diversi da quelli al dettaglio).

Da ultimo, non si può non evidenziare, sempre in chiave processuale, la circostanza che l'investimento effettuato dall'INPGI nelle Quote del Fondo FIP ha comunque determinato negli anni un importante ritorno in termini di proventi per l'INPGI, dunque un eventuale pregiudizio patrimoniale subito dall'Ente per effetto dell'asserita truffa da parte di Sopaf, in ogni caso da comprovare, sarebbe senz'altro ridimensionato negli effetti da tale ritorno economico.

Avv. Andrea Marani

