



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

**Il Collegio**

composto dai signori

Dott. G.E. Barbuzzi - Presidente

Prof. Avv. M. de Mari - Membro

Prof. Avv. U. Minneci – Membro Supplente

Avv. N. Mincato – Membro

Prof. Dott. P. Esposito – Membro

Relatore: Prof. Avv. U. Minneci

Nella seduta del 5 maggio 2023, in relazione al ricorso n. 8620, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*I.* I Ricorrenti premettono di avere acquistato, tra il 2014 e il 2016, diverse quote di un fondo di investimento immobiliare gestito dall'Intermediario convenuto, così arrivando a detenere, alla data di liquidazione del fondo, n. 32 quote. I Ricorrenti precisano che le doglianze di seguito indicate si riferiscono esclusivamente alle n. 23 quote in loro possesso alla data del 20 dicembre 2016, con esclusione – quindi – delle n. 9 quote acquistate successivamente, allorquando essi erano già consapevoli della “vendita a sconto” degli immobili effettuata in tale data.

Più nel dettaglio, essi fanno presente che: a) le suindicate n. 23 quote presentavano un valore al NAV del 30 giugno 2016 pari a 28.283,88 euro; b) il 20 dicembre 2016, l'Intermediario ha comunicato al mercato di avere venduto i n. 5 immobili residui a soli 20.000.000,00 euro con sconti, rispetto alle valutazioni dell'esperto indipendente, dal 59,46% all'81,74% e con uno sconto complessivo rispetto al loro valore storico dell'85,90%; c) conteggiando tutti i rimborsi effettuati dopo il 30 giugno 2016, essi hanno ricevuto un rimborso complessivo di 10.995,48 euro con una perdita, rispetto al valore delle quote all'ultimo NAV, di 17.288,40 euro (pari al 61,12%), mentre rispetto al valore di acquisto, di 5.428,92 euro. Alla luce di quanto appena richiamato, i Ricorrenti contestano all'Intermediario di non aver agito con diligenza, correttezza e trasparenza nella gestione del fondo rilevando che: a) in 12 anni e mezzo di vita del fondo e a soli 6 mesi dalla scadenza prorogata dello stesso, l'Intermediario – al 30 giugno 2016 – aveva venduto solo il 29,45% degli immobili, risultando ancora invenduti n. 5 immobili per un costo storico di 141.795.239,00 euro ed alienati immobili per soli 59.195.897,00 euro; b) dei n. 6 immobili presenti in portafoglio alla scadenza originaria del fondo (31 dicembre 2013), l'Intermediario – 2 anni e mezzo dopo – ne aveva venduto solo uno, pur trovandosi in *“anni di ripresa delle compravendite nel mercato immobiliare”* e *“continuando a lucrare commissioni sul NAV di immobili che, con una gestione diligente ed effettivamente nell'interesse dei quotisti, dovevano già essere alienati”*; c) come già sopra indicato, i n. 5 immobili residui sono stati *“svenduti”* pur non essendo intervenute modifiche sostanziali delle caratteristiche di tali immobili e delle condizioni di mercato rispetto alla valutazione compiuta cinque mesi e mezzo prima dagli esperti indipendenti; d) la vendita di tali immobili è avvenuta a favore di un FIA immobiliare sottoscritto da un investitore estero, ma istituito e gestito dall'Intermediario stesso che, pertanto, ha operato in evidente conflitto di interessi. I Ricorrenti chiedono, pertanto, che venga riconosciuto in questa sede il loro diritto ad ottenere il risarcimento del danno occorso, che viene quantificato in 17.228,40 euro, pari alla differenza tra il valore delle quote al NAV certificato il 30 giugno 2016 e i rimborsi percepiti successivamente a tale data.

2. Nel costituirsi nel presente procedimento, l'Intermediario anzitutto ritiene di precisare che si esprimerà solo con riguardo alle contestazioni contenute nel ricorso introduttivo del presente procedimento, dovendosi ogni ulteriore doglianza - eventualmente presente nel previo reclamo - reputarsi inammissibile. Sempre *in limine*, sottolinea che i Ricorrenti sono investitori esperti, che hanno acquistato le quote del fondo non all'epoca del collocamento iniziale, ma a più riprese sul mercato secondario con finalità speculative, tra il 2014 e il 2016, quando la crisi del settore immobiliare era ormai conclamata ed era disponibile l'ampia informativa pubblicata periodicamente dalla SGR, che richiamava l'attenzione sugli effetti negativi che l'andamento del mercato stava determinando sugli *asset* del fondo. Come riferito dagli stessi ricorrenti, essi avrebbero dunque confidato "*nello sconto che le quotazioni di borsa avevano rispetto al valore del NAV*", il che li avrebbe indotti - evidentemente - ad accettare "*una scommessa dall'esito errato, infausto e [...] non imputabile*" all'Intermediario qui convenuto.

Ciò premesso e contestando, poi, la ricostruzione della vicenda offerta dai clienti odierni Ricorrenti, l'Intermediario fa presente che: a) il fondo di che trattasi ha avviato la propria operatività nel 2003; b) nel periodo compreso tra il 2003 e il 2006, sono stati acquistati n. 13 diversi immobili; c) a partire dal 2007, è stata tempestivamente avviata l'attività di disinvestimento vendendo i primi n. 6 immobili e conseguendo significativi profitti; d) nel 2010 è stato venduto un ulteriore immobile conseguendo notevoli profitti; e) sarebbe stato irragionevole e contrario agli obiettivi del fondo completare la dismissione di tutti gli *asset* prima della scadenza ordinaria fissata al 2013, tenuto conto degli effetti negativi della crisi economica in corso sul valore degli immobili residui che, ciononostante, generavano ancora reddito e della possibilità di beneficiare della proroga di tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti prevista dal regolamento del fondo; f) di avere sempre applicato le commissioni previste dal regolamento di gestione del fondo che, a partire dal 2015, sono state dimezzate per espressa decisione dell'Intermediario stesso; g) a partire dal 2011, la situazione di mercato è diventata tale da impedire di proseguire proficuamente le attività di dismissione programmate, come confermato dal fatto che tutti i fondi in scadenza tra il 2010 e

il 2012 hanno prorogato la loro durata di tre anni; h) di avere prorogato fino al 31 dicembre 2016 la scadenza del fondo sottoscritto dai Ricorrenti; i) la situazione negativa di mercato è proseguita anche nel 2013 e nel 2014, tanto da indurre il legislatore ad emanare una normativa speciale per consentire una proroga straordinaria della durata dei fondi immobiliari in scadenza di ulteriori due anni, che l'Intermediario ha tempestivamente proposto ai partecipanti al fondo, senza tuttavia ottenere l'approvazione da parte dell'assemblea.

Passando poi a ripercorrere lo svolgimento del processo di vendita degli *asset* residui, la SGR rileva che: a) tale processo è stato avviato nel 2012, ma la crisi economica e l'aumento della tassazione sugli immobili hanno fatto sì che, al termine del 2015, era stato possibile vendere solo un immobile e che, all'inizio del 2016, residuavano in portafoglio ancora n. 5 immobili con destinazioni d'uso diverse; b) a partire dal 2015, l'Intermediario – preso atto della difficoltà di individuare sul mercato un acquirente per ciascun singolo immobile – ha sollecitato il mercato attraverso una procedura di vendita competitiva (strutturata con l'assistenza di un qualificato *advisor* finanziario internazionale), avente ad oggetto dei pacchetti di immobili suddivisi per tipologia di destinazione d'uso, che ha avuto un'ampia diffusione sul mercato e si è conclusa il 30 giugno 2016 senza che fosse pervenuta alcuna offerta vincolante di acquisto; c) tenuto conto della scadenza non più prorogabile prevista per il 31 dicembre 2016, l'Intermediario si è rivolto ad un ulteriore *advisor* finanziario internazionale con cui ha strutturato una nuova procedura di vendita, sfruttando le sinergie offerte dal *network internazionale* di cui lo stesso faceva parte; d) come emerge dal verbale del consiglio di amministrazione del 29 novembre 2016, detta procedura ha coinvolto n. 71 investitori nazionali ed esteri di comprovato *standing* (di cui 28 hanno manifestato un potenziale interesse) e, all'esito, sono state ricevute cinque offerte non vincolanti e una sola offerta vincolante da un investitore estero; e) quest'ultima è stata accettata in quanto l'unica vincolante, non subordinata alla concessione di un periodo di esclusiva o all'ottenimento di un finanziamento bancario e recante l'impegno a concludere l'operazione entro la fine del 2016; e) la procedura si è conclusa il 20 dicembre 2016 con la dismissione dell'intero portafoglio immobiliare.

Alla luce di quanto precisato, l'Intermediario rivendica di avere agito con professionalità e diligenza e al riguardo richiama una precedente decisione di questo Collegio secondo cui, *“per un verso, [...] gli esiti non ottimali della liquidazione del patrimonio sono sicuramente dipesi anche dalla grave crisi che dal 2007 ha colpito il settore immobiliare, e, per altro verso, alla scelta non imputabile al fondo di aver proceduto alla dismissione in blocco del residuo patrimonio eseguita nel c.d. periodo di grazia. Tale scelta è risultata, infatti, necessitata alla luce della decisione dell'assemblea dei partecipanti, che ha ritenuto di non autorizzare l'ulteriore proroga del fondo ai sensi dell'art. 22, comma 5, del d.l. n. 91/2014; una proroga che, ove accordata, avrebbe permesso invece di gestire in maniera diversa le operazioni di cessione”* (decisione n. 1484 del 21 marzo 2019).

Quanto alla contestazione relativa al potenziale conflitto di interessi derivante dal fatto che l'Intermediario rivestiva il ruolo di società di gestione anche del fondo acquirente, ritiene che la strutturata procedura di vendita aperta a numerosi investitori nazionali ed esteri abbia garantito l'equo trattamento del fondo ed evitato pregiudizi a carico dei partecipanti. Aggiunge di avere correttamente presidiato tale situazione e di avere identificato la fattispecie di conflitto di interessi e attivato tutti i presidi previsti dalle procedure interne, tanto è vero che: a) la fattispecie è stata censita come potenziale conflitto di interessi dalla funzione di *compliance* e analizzata nel dettaglio, giungendo a conclusioni di piena conformità rispetto alla disciplina di settore e delle procedure aziendali; b) l'operazione è stata sottoposta alla valutazione del consiglio di amministrazione; c) sono stati acquisiti i pareri preventivi e favorevoli degli amministratori indipendenti, del collegio sindacale e del *Property Investment Committee*; d) il prezzo finale di vendita ha rappresentato il *fair price* degli immobili nelle condizioni di mercato e di tempo (scadenza) date al momento della vendita e tenuto conto delle caratteristiche concrete degli *asset* oggetto di dismissione.

Con specifico riguardo alla circostanza che il prezzo di vendita è risultato fortemente scontato rispetto al valore stimato dagli esperti indipendenti al 30 giugno 2016, l'Intermediario sottolinea che, come previsto dalla normativa dettata dalla Banca d'Italia in materia, i criteri di valutazione degli immobili adottati dagli esperti

indipendenti si basano sul prezzo al quale il cespite potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data in cui è effettuata la valutazione supponendo che la vendita avvenga in condizioni normali. In altri termini, nel caso di specie, la vendita non sarebbe avvenuta in condizioni normali, come desumibile dallo stesso parere sulla congruità del prezzo formulato dall'esperto indipendente del fondo in cui viene sottolineato che: a) si è trattato di una procedura di vendita che si è discostata da una dismissione per singolo cespite e si è posta su un mercato di operatori nazionali e internazionali che valutano l'intero portafoglio come operazione con visione, generalmente, speculativa e che normalmente completano acquisizioni di ragguardevoli dimensioni a prezzi che spesso registrano forti sconti rispetto ai normali valori di mercato; b) essendo l'offerta vincolante pervenuta a circa un mese dalla chiusura del fondo e non essendo possibile usufruire di ulteriori periodi di proroga, l'operazione si discosta dalle condizioni *standard* previste nella definizione di valore di mercato secondo i principi internazionali, configurandosi – di fatto – come una “*vendita forzata*”.

L'intermediario chiede pertanto il rigetto del ricorso.

3. I Ricorrenti hanno replicato, soprattutto per precisare di avere acquisito quote del fondo a partire dal secondo semestre del 2014, quando la crisi del mercato si stava stemperando e le criticità indicate dall'Intermediario avrebbero dovuto essere già espresse nella valutazione del NAV. Aggiungono che ritengono irrilevante la circostanza che i partecipanti al fondo non abbiano approvato (nel dicembre 2014) la proroga straordinaria della durata del fondo per ulteriori due anni in quanto quest'ultimo sarebbe comunque scaduto il 31 dicembre 2016 ovvero dopo due anni e, pertanto, al termine di un periodo nel quale il mercato delle compravendite immobiliari era stato in ripresa e aveva offerto occasioni per una vendita ordinata degli immobili. Inoltre, le contestazioni sulle commissioni percepite verterebbero non sulle aliquote applicate bensì sui valori su cui queste venivano conteggiate ed in cui erano ricompresi immobili che avrebbero dovuto essere già alienati. Con riferimento al processo di vendita degli *assets* residui, i Clienti sottolineano che dal mandato conferito all'*advisor* con cui è stata strutturata la procedura di vendita conclusasi nel giugno 2016 emergerebbe che per i portafogli immobiliari composti

da più immobili non sarebbero state accettate offerte formulate per singoli immobili e che i due portafogli composti da più immobili ne contenevano solo due. Ad avviso dei Ricorrenti, data la limitatezza dei pacchetti, composti peraltro da immobili siti in regioni diverse, e vista la scadenza prossima del fondo, non sarebbe stato nell'interesse dei quotisti rifiutare eventuali offerte su un singolo immobile. D'altro canto, sempre stando alle previsioni del mandato, l'Intermediario avrebbe avuto il diritto di recedere dall'incarico con preavviso scritto di almeno cinque giorni e quindi, essendo esso costantemente informato dell'andamento (negativo) della procedura, avrebbe potuto e dovuto recedere dall'incarico in anticipo in modo da fornire ad un nuovo *advisor* il tempo necessario per effettuare un nuovo processo (ordinato) di cessione, mentre la lettera di conferimento dell'incarico al nuovo *advisor* è datata 5 settembre 2016. Riguardo alla contestazione relativa al potenziale conflitto di interessi dell'Intermediario nella vendita degli *assets*, i Ricorrenti richiamano la decisione ACF n. 3790 del 24 maggio 2021 in cui il Collegio, in relazione ad analogo ricorso dei confronti del medesimo intermediario, ritenuta sussistente la situazione di conflitto di interessi, ha affermato che tale conflitto conferma e rafforza la fondatezza della doglianza di *mala gestio*, dal momento che la sua presenza avrebbe richiesto l'adozione di presidi più stringenti, a partire da una motivazione rafforzata circa la correttezza e convenienza sostanziale dell'operazione pure a condizioni così largamente scontate rispetto al valore stimato dagli *advisor*, dovendosi altrimenti presumere che l'Intermediario abbia sacrificato gli interessi dei quotisti del fondo venditore per soddisfare al meglio soltanto gli interessi dei partecipanti del fondo acquirente.

Quanto al disallineamento tra il prezzo di vendita e la valutazione effettuata sei mesi prima dagli esperti indipendenti, i Ricorrenti precisano che il vero punto della questione andrebbe individuato nella responsabilità della SGR circa la corretta valutazione del fondo che, in base alla normativa di settore, non viene meno neppure in presenza delle stime effettuate dagli esperti indipendenti. Nel rilevare che la relazione di gestione al 30 giugno 2016 è stata approvata il 29 agosto 2016 e la proposta di incarico al nuovo *advisor* è del 18 luglio 2016 e che tale proposta prevedeva per la parte economica una commissione di *performance* nel caso di

cessione del portafoglio maggiore del valore soglia (che per gli immobili del fondo in questione corrispondeva ad una valorizzazione del NAV inferiore di circa il 43% rispetto a quello che sarebbe stato approvato dalla relazione licenziata un mese dopo), i Ricorrenti sostengono che un comportamento ispirato a correttezza e buona fede avrebbe dovuto indurre il consiglio di amministrazione a discostarsi dal valore di stima attribuito dall'esperto indipendente. Ad ogni buon conto, i Ricorrenti ritengono che l'Intermediario non abbia comunque spiegato (se non con un generico richiamo ad una "*vendita forzata*") l'esorbitante differenza tra la valutazione degli immobili al 30 giugno 2016 e il prezzo di vendita degli stessi, giudicato non congruo nello stesso parere di congruità sulla vendita.

4. Nel replicare a sua volta, l'Intermediario contesta l'affermazione dei Ricorrenti secondo cui, nel secondo semestre del 2014, la crisi del mercato si stava stemperando, essendo sufficiente leggere la stampa finanziaria, il rendiconto di gestione del fondo al 31 dicembre 2013, la relazione semestrale del fondo al 30 giugno 2014 per rendersi conto che "*non era affatto il caso di scommettere sulla ripresa del mercato*". D'altro canto, proprio qualche settimana prima che i Ricorrenti avviassero la loro strategia di *trading*, era stato pubblicato il decreto legge che ha introdotto la possibilità di proroga straordinaria per i fondi in scadenza. A ciò potendosi aggiungere che dagli estratti del deposito titoli prodotti dagli stessi Ricorrenti sarebbe dato evincere come la loro operatività fosse legata a un *trading* speculativo basato sull'andamento delle quotazioni del fondo sul mercato di borsa, decorrelato rispetto ai fondamentali di gestione del fondo stesso, alle rendicontazioni e alle valutazioni dell'Intermediario stesso. Quanto al rilievo secondo cui le criticità indicate dall'Intermediario avrebbero dovuto già essere espresse nella valutazione del NAV negli anni in cui è stata posta in essere l'operatività in acquisto, l'Intermediario rivendica di avere sempre rispettato le norme in materia di valutazione del fondo, tanto è vero che le Autorità di vigilanza che hanno analizzato la propria attività non hanno formulato alcuna osservazione o rilievo in proposito. Con riferimento al calcolo delle commissioni, l'Intermediario aggiunge che i relativi criteri sono sottoposti a verifica preventiva della Banca d'Italia che nulla ha avuto da obiettare in merito.

Del pari infondate sarebbero le critiche formulate dai Ricorrenti ai contenuti del mandato conferito all'*advisor* con cui è stata strutturata la procedura di vendita conclusasi nel giugno 2016. Vero è infatti che non solo la strategia di vendita "*asset by asset*" era stata già perseguita e non aveva portato ad alcun risultato, ma i contenuti del suddetto mandato risultavano conformi alle *best practice* di riferimento e che, di fatto, non pervenne mai alcuna offerta di acquisto di singoli immobili. Del resto, la procedura di vendita aveva avuto ampia diffusione sul mercato, nazionale e internazionale, ampia copertura mediatica e prevedeva uno sviluppo fino al 30 giugno 2016; sicché non vi sarebbe stata ragione per recedere dall'incarico anzitempo, tanto più con il rischio di esporre il fondo a pretese risarcitorie. A ben vedere, l'incarico non avrebbe sortito esito positivo unicamente perché la crisi immobiliare non consentiva in quel momento di raggiungere i risultati auspicati, fermo restando che l'Intermediario si sarebbe attivato comunque per tempo al fine di strutturare una nuova procedura di vendita, sempre rivolgendosi ad un *advisor* di elevatissimo *standing* e avviando immediatamente le attività di commercializzazione fin dal luglio 2016.

Rispetto al tema del potenziale conflitto di interessi nella vendita degli *assets*, l'Intermediario eccepisce che i Ricorrenti si sarebbero limitati a citare una precedente decisione del Collegio in cui l'ACF ha ritenuto che non fossero stati sufficientemente dimostrati i presidi adottati, laddove nel presente procedimento sarebbe stata offerta idonea evidenza della corretta gestione della situazione.

In merito alla notazione secondo cui il consiglio di amministrazione avrebbe dovuto discostarsi dal valore di stima attribuito agli immobili dall'esperto indipendente perché la quotazione di borsa delle quote del fondo evidenziava uno "*sconto implicito sul GAV*", l'Intermediario ribadisce che la valutazione degli immobili al 30 giugno 2016 è stata effettuata dagli esperti indipendenti sulla base di un prezzo di vendita in "*condizioni normali*", in conformità al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio; sicché non vi sarebbe stato motivo per discostarsi. Del resto, tutti i fondi immobiliari quoterebbero in borsa a sconto rispetto al NAV e, cionondimeno, i valori del patrimonio stimati dagli esperti indipendenti rimangono ampiamente più elevati (e le rispettive società di gestione non se ne discostano).

Quanto al parere di congruità negativo sul prezzo di vendita, l'Intermediario precisa che esso è stato reso come "atto dovuto" rispetto ai criteri valutativi "a condizioni normali" imposti dalla normativa, ma che – subito dopo – lo stesso esperto indipendente chiariva e precisava che "l'offerta vincolante arriv[ava] a circa 1 mese dalla chiusura del Fondo che [sarebbe dovuta] avvenire in via definitiva entro il 31/12/2016 non essendo possibile usufruire di ulteriori periodi di proroga della durata. Tale situazione configura[va] la transazione come un'operazione che si discosta[va] dalle condizioni standard previste nella definizione di Valore di Mercato secondo i principi internazionali, condizioni che non prevedono coercizioni. Di fatto l'operazione in esame si configura[va] come una Vendita Forzata". A sostegno della correttezza del proprio operato, l'Intermediario produce una sentenza della Commissione Tributaria Provinciale di Milano in cui, con riferimento alla procedura di vendita alla quale ha preso parte anche il fondo, il giudice – seppur nel diverso contesto fiscale – ha ritenuto il prezzo congruo.

## **DIRITTO**

*I.* Prima di entrare nel merito della controversia, va osservato – anche tenuto conto del contraddittorio intercorso tra le parti sul punto – che ai ricorsi presentati a partire dal 1° ottobre 2021 (tra cui rientra anche il ricorso in esame, presentato il 1° dicembre 2021) si applica il novellato art. 11, comma 1, del Regolamento ACF, il quale prevede che "il ricorso con la relativa documentazione [...] è trasmesso attraverso il sito web dell'Arbitro e predisposto utilizzando il relativo modulo, secondo le istruzioni operative disponibili sul medesimo sito. Non sono presi in considerazione ricorsi, compresa la documentazione ad essi pertinente, trasmessi attraverso altre forme". In base alle istruzioni operative disponibili sul sito web dell'Arbitro, la compilazione delle sezioni "I" ed "L" del modulo del ricorso rappresenta "l'unica modalità per veicolare contenuti corretti e coerenti con la procedura utilizzata", con la conseguenza che "non è [...] ammesso ometterne la compilazione, ad esempio rinviando a un documento separatamente prodotto che, anche ove allegato al modulo del ricorso, non sarà, pertanto, preso in considerazione" e che, allo stesso modo, "ulteriori scritti difensivi (comunque

*denominati) che venissero eventualmente prodotti al fine di integrare il contenuto delle citate sezioni non verranno presi in considerazione ai fini dell'esame del ricorso". Ne deriva che eventuali doglianze contenute nell'originario reclamo ma non espressamente replicate nel ricorso non possono essere prese in considerazione, anche laddove nel ricorso si faccia riferimento al reclamo e quest'ultimo risulti versato in atti.*

2. Ciò premesso e come sopra rappresentato, gli odierni Ricorrenti contestano all'Intermediario convenuto la violazione delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza nella gestione del fondo per non aver tempestivamente proceduto al disinvestimento del compendio immobiliare, continuando a percepire commissioni su immobili che avrebbero dovuto essere già alienati e per essersi ridotti nell'imminenza della scadenza del fondo, a "svendere" in blocco, in conflitto di interessi, gli immobili residui ad un FIA gestito dall'Intermediario stesso.

Orbene, nell'affrontare le questioni sollevate da parte attorea, va fin da subito evidenziato che:

- questo Collegio ha già avuto modo di precisare in presenza di analoghe fattispecie che, pur non potendosi sindacare le valutazioni effettuate dal gestore, nell'esercizio del proprio potere discrezionale, sulla tempistica, sull'opportunità e sulla convenienza degli investimenti e dei disinvestimenti, coerentemente con la lettera e lo spirito della normativa di riferimento nonché con la natura di obbligazione di mezzi (e non di risultato) gravante sul medesimo, può invece essere oggetto di esame l'eventuale rispetto del dovere di addivenire alle proprie scelte di investimento/disinvestimento attraverso un predeterminato e rigoroso processo decisionale che garantisca coerenza, completezza di analisi, compiuta motivazione delle stesse e adeguata considerazione degli interessi dei partecipanti al fondo, oltre che il rispetto del regolamento del fondo stesso. Il concreto atteggiarsi del processo di investimento/disinvestimento riveste, infatti, un ruolo centrale ai fini della corretta prestazione del servizio gestorio. Affinché il comportamento della società di gestione possa considerarsi improntato ai prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale è dunque necessario, alla luce delle previsioni normative di riferimento, che il complessivo processo decisionale venga in concreto

declinato in modo da consentire, *ex ante*, di indirizzare l'attività gestoria e, *ex post*, di controllarne i risultati (*ex multis*, decisione n. 6058 del 10 novembre 2022);

- l'operatività degli odierni Ricorrenti presenta delle peculiarità che non possono essere trascurate. Vero è infatti che, dagli estratti del conto titoli allegati dai medesimi, emerge che: a) dopo l'acquisto di una prima quota nel gennaio 2014 e la vendita della medesima quota nel febbraio dello stesso anno con un margine di profitto, i Ricorrenti tra il luglio 2014 e il giugno 2015 hanno effettuati plurimi acquisti che li hanno portati a detenere, a fine 2015, n. 17 quote; b) nel settembre 2016, essi hanno venduto n. 11 quote e, immediatamente dopo, nel corso del medesimo mese e nel successivo mese di novembre, hanno acquistato nuovamente complessive n. 17 quote; e) dopo il 20 dicembre 2016, i Ricorrenti hanno acquistato ulteriori n. 10 quote rivendendone una nei giorni successivi. Sono del resto gli stessi Investitori a precisare che le contestazioni si riferiscono solo alle n. 23 quote dagli stessi detenute alla data del 20 dicembre 2016 con esclusione, quindi, delle n. 9 quote sottoscritte successivamente a tale giorno in quanto – per loro stessa ammissione – acquistate quando essi erano già consapevoli della “*vendita a sconto*” degli immobili. Tra l'altro, proprio con riguardo specifico alle n. 23 quote a cui si riferiscono le contestazioni, va ulteriormente osservato che: a) i relativi acquisti sono stati tutti effettuati successivamente alla decisione del consiglio di amministrazione, in data 9 novembre 2013, di avvalersi del c.d. periodo di grazia e di prorogare, quindi, la durata del fondo per un triennio, fino al 31 dicembre 2016; b) invero, solo n. 6 delle suindicate n. 23 quote, rinvencono da acquisti effettuati prima del settembre 2016, avendo i Ricorrenti venduto (appunto nel settembre 2016) n. 11 delle n. 17 quote precedentemente acquistate; c) la maggior parte delle quote (n. 17 su n. 23) derivano quindi da acquisti effettuati in un momento in cui i Ricorrenti, in considerazione delle informazioni periodicamente rese pubbliche dall'Intermediario, erano (o avrebbero dovuto essere) a conoscenza del fatto – addebitato dagli stessi all'Intermediario a titolo di *mala gestio* – che, a distanza di pochi mesi dalla scadenza del fondo, n. 5 immobili risultavano ancora invenduti e su di essi l'Intermediario continuava a percepire commissioni di gestione.

3. A ben vedere, proprio la circostanza per la quale i Ricorrenti hanno continuato ad acquistare quote del fondo anche dopo la vendita in blocco di immobili a prezzo fortemente ribassato rispetto al loro valore di acquisto e alle valutazioni che ne avevano fatto gli esperti indipendenti appare idonea non solo a giustificare l'espunzione (operata dai Ricorrenti stessi) di tali quote dal perimetro della controversia, ma in via più radicale a far escludere alla radice la sussistenza del necessario nesso di causalità tra le ipotetiche violazioni contestate all'Intermediario e il danno lamentato. E ciò perché il suddetto *modus operandi* si rivela sintomatico del tipo di strategia seguita dai Ricorrenti nel realizzare gli investimenti nel fondo anche in epoca precedente: più precisamente, una strategia propria di investitori che, pur a fronte dell'evidenza del conclamato risultato fortemente negativo della gestione del fondo realizzata dall'Intermediario, hanno continuato a scommettere su una ripresa di valore delle quote che essi stessi avevano acquistato nel tempo a valori progressivamente ed inesorabilmente decrescenti. In altri termini, è da ritenere che all'origine della operatività dei Ricorrenti relativamente alle quote del fondo vi sia stato un consapevole disegno speculativo, che non poteva non recare in sé anche l'accettazione del correlato rischio, pur a fronte di indicatori di vettorialità contraria rispetto allo scenario atteso. Sicché nel caso di specie ascrivere le perdite sofferte a (veri o presunti) inadempimenti dell'Intermediario significherebbe scambiare, per antecedenti causali genuini, fattori privi di effettiva valenza eziologica.

4. A ciò va aggiunto che dalle risultanze istruttorie non è dato evincere evidenza idonea della fondatezza degli addebiti mossi alla SGR ma, piuttosto, una serie di elementi di segno opposto. Invero:

- con riferimento all'asserito ritardo nella dismissione del patrimonio immobiliare – che avrebbe, nella prospettiva di Ricorrenti, altresì determinato l'addebito di commissioni su un patrimonio comprendente immobili che avrebbero dovuto essere già venduti, e alla modalità con cui è stata realizzata la vendita (in blocco) degli immobili residui, questo Collegio – in un caso analogo in cui nel ricorso venivano formulati addebiti similari rispetto ad un fondo che presentava anch'esso, come scadenza originaria, la fine del 2013, poi prorogata fino alla fine del 2016 –

muovendo dalla considerazione che *“l’obbligazione che grava sul gestore di fondi [...] non si attegga alla stregua di un’obbligazione di risultato, rappresentando piuttosto un’obbligazione di mezzi”* e che, dunque, *“per valutare se il gestore debba essere chiamato a rispondere dell’eventuale perdita di valore dell’investimento sofferta dai partecipanti al fondo è necessario verificare in che modo la gestione è stata condotta, e più precisamente [...] se le scelte compiute nella prospettiva della migliore valorizzazione del fondo siano o no connotate da ragionevolezza”*, non ha ritenuto possibile imputare all’intermediario le perdite conseguenti alla scelta di aver proceduto alla dismissione in blocco del residuo patrimonio eseguita nel c.d. periodo di grazia, osservando come *“tale scelta [...] risultasse [...] necessitata alla luce della decisione dell’assemblea dei partecipanti, che [aveva] ritenuto di non autorizzare l’ulteriore proroga del fondo ai sensi dell’art. 22, comma 5, del d.l. n. 91/2014; una proroga che, ove accordata, avrebbe permesso invece di gestire in maniera diversa le operazioni di cessione”* (decisione n. 1484 del 21 marzo 2019); - con riguardo all’inserimento della operazione di vendita dei residui immobili in un ordinato e adeguato processo decisionale, dal compendio probatorio offerto dall’Intermediario convenuto emerge evidenza dello svolgimento di plurime iniziative di vendita, strutturate con l’ausilio di primari *advisor* internazionali, nonché del coinvolgimento e del contributo degli organi sociali - certamente nella parte finale del processo, nonché delle motivazioni che hanno condotto alla conclusione dell’operazione. Più precisamente, dall’allegazione in atti del mandato conferito all’advisor che ha strutturato la procedura conclusasi nel giugno 2016, della lettera di incarico in favore del consulente che ha assistito l’Intermediario nella procedura conclusasi a dicembre 2016, nonché del verbale del Consiglio di amministrazione della SGR del novembre 2016 risulta che: *i)* il consulente incaricato, in sede consiliare, ha effettuato una disamina del complessivo processo di dismissione, ripercorrendo i vari tentativi di vendita, con ricorso a diverse tecniche (*asset by asset, per cluster, ecc.*), fino al processo di vendita espletato nei mesi immediatamente precedenti che – stando a quanto dallo stesso riferito – era stato pubblicizzato anche mediante avvisi pubblicati su quotidiani a tiratura nazionale e nell’ambito del quale erano stati contattati n. 71 potenziali investitori

(n. 28 dei quali avevano manifestato il proprio interesse al portafoglio immobiliare e sottoscritto i necessari accordi di riservatezza) ed erano state alla fine ricevute n. 5 offerte non vincolanti e una sola offerta vincolante; *ii*) il medesimo consulente ha riferito che l'offerta vincolante è stata oggetto di valutazione e comparazione con le offerte non vincolanti sotto il profilo del valore (solo tre investitori – compreso il soggetto che ha poi presentato l'offerta vincolante – avevano effettuato *site visit*, a seguito delle quali uno non aveva proceduto a formalizzare alcuna offerta mentre un altro aveva fatto pervenire un'offerta non vincolante con un prezzo di acquisto inferiore a quello proposto dal soggetto che ha presentato l'offerta vincolante) e dell'“*execution risk*” insito nelle offerte non vincolanti, le quali avrebbero potuto non tradursi in offerte vincolanti ovvero prevedere prezzi inferiori ovvero ancora richiedere una tempistica incompatibile con le necessità del fondo, in scadenza il 31 dicembre 2016; *iii*) al consiglio è stata illustrata l'offerta vincolante nonché i contenuti, i termini e le condizioni dell'operazione di dismissione e le attività da compiere sul piano contrattuale; *iv*) l'amministratore delegato ha segnalato che, con specifico riferimento al fondo sottoscritto dai Ricorrenti odierni, la vendita degli immobili avrebbe generato una minusvalenza complessiva di 48.810.000,00 euro, pari al 67,11% rispetto al valore dei beni riportato nella relazione semestrale al 30 giugno 2016 e che la valutazione di congruità effettuata sull'operazione, pur pervenendo ad un giudizio di non congruità dei prezzi di vendita, aveva tuttavia evidenziato che: a) si trattava di una procedura di vendita che si discostava da una dismissione per singolo cespite e si poneva su un mercato di operatori che valutavano l'intero portafoglio come operazione finanziaria strutturata con visione fortemente speculativa e effettuavano acquisizioni di ragguardevoli dimensioni a prezzi fortemente scontati rispetto ai “*normali valori di mercato*”; b) l'operazione era fortemente condizionata dalla tempistica (il termine di scadenza del fondo) e si discostava, pertanto, dalle condizioni *standard*; *v*) su richiesta di uno dei consiglieri, l'amministratore delegato ha ripercorso le varie tappe della gestione e ha illustrato nel dettaglio tutte le iniziative intraprese sia in merito alla potenziale cessione degli immobili, sia in relazione all'individuazione di ipotesi di liquidazione alternative alla cessione; *vi*) uno dei consiglieri ha osservato che da quanto esposto

dall'amministratore delegato e dal consulente emergeva che “*che si [era] giunti alla conclusione di un percorso in cui la Società ha provato in tutti i modi a non giungere a gestire le vendite con stress della scadenza*”, come dimostrato dalle “*innumerevoli e diversificate iniziative intraprese ed avviate anche molti anni or sono*”; vii) il consiglio di amministrazione ha approvato all'unanimità la vendita preso atto, tra l'altro, del giudizio di congruità espresso dall'esperto indipendente; .- in ordine alla contestazione relativa alla gestione del conflitto di interessi insito nell'operazione di dismissione, dalla allegata valutazioni della funzione di *Compliance*, il relativo responsabile – con specifico riguardo alla vicenda qui in esame – ha fatto presente che l'Intermediario, in relazione alla possibile assegnazione della gestione degli immobili venduti, era stato “*prudenzialmente e correttamente identificat[o] come portat[ore] di un interesse potenzialmente distinto da quello dei Fondi nella specifica operazione di dismissione*” e che tale situazione, ancorché non espressamente prevista nella mappatura, è stata gestita conformemente a quanto indicato nella *policy*, applicando i presidi previsti per la fattispecie di operazione più simile. In particolare, viene dato atto che: a) la proposta economica formulata dall'Intermediario nell'ambito della gara per l'aggiudicazione della gestione del fondo acquirente era risultata congrua; b) il profilo di conflitto è stato trattato nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del 29 novembre 2016, ancor prima che fossero conosciuti gli esiti della partecipazione alla gara; c) sono stati acquisiti i pareri favorevoli del *Property Investment Committee*, degli amministratori indipendenti e del collegio sindacale; d) hanno operato le misure volte ad assicurare la necessaria separatezza organizzativa, operativa e gerarchica tra attività ritenute incompatibili ai fini della prevenzione del conflitto di interessi, tanto che la partecipazione alla gara è stata gestita da una funzione diversa rispetto alle strutture aziendali competenti per la gestione del processo di dismissione degli immobili dei fondi; e) l'operazione di dismissione del patrimonio immobiliare e i connessi profili di conflitto sono stati censiti nell'apposito registro. Inoltre, la situazione di conflitto di interessi risulta essere stata effettivamente segnalata dall'amministratore delegato nel corso della riunione del consiglio di amministrazione del 29 novembre 2016 in cui si faceva presente

che era stato acquisito il parere favorevole (obbligatorio e non vincolate) del *Property Investment Committee* e si è proceduto all'acquisizione diretta anche dei pareri (obbligatori e vincolanti) degli amministratori indipendenti e del collegio sindacale. In base a quanto si legge dal relativo verbale, gli amministratori indipendenti hanno espresso il loro parere favorevole dopo aver “*esaminat[o] la documentazione a supporto dell[a] riunione e udito quanto [...] illustrato anche dai consulenti presenti in merito alle numerose attività poste in essere e alle difficoltà riscontrate nella dismissione dei portafogli in esame*”. Nell'ambito della stessa riunione, anche il collegio sindacale, “*pur evidenziato come i risultati dei fondi in esame non po[tevano] certo essere considerati soddisfacenti dai partecipanti*”, ha espresso parere favorevole “*sia in considerazione degli sforzi profusi dalla SGR per l'ottenimento delle migliore condizioni di cessione e delle difficoltà incontrate nel ricevere proposte adeguate da parte del mercato, pur sollecitato più volte con il ricorso a diverse tecniche di vendita e con il supporto di primari broker, sia per il preminente interesse dei partecipanti di vedere rispettata la scadenza della durata dei fondi come ribadito nelle assemblee tenutesi nel mese di dicembre 2014, che hanno escluso la proroga straordinaria*”.

Tutto ciò valutato, è conclusivo avviso di questo Collegio quello di ritenere che dalle complessive risultanze istruttorie non emerga alcun elemento che possa condurre all'accoglimento della domanda dei Ricorrenti.

## **PQM**

Il Collegio respinge il ricorso.

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi